

# 新興市場之貨幣政策傳導：有何新的發展？

蔡 曜 嶺 譯

本文譯自：M S Mohanty and Philip Turner (註 1), “Monetary policy transmission in emerging market economies : what is new ?” BIS Papers, No.35, Jan 2008.

## 前 言

全球市場經濟的崛起及相關之貨幣政策機制的改變，已引發各界對貨幣政策如何影響經濟之熱烈討論。十年前 BIS 舉辦的副總裁會議中曾就此議題討論，當時許多經濟體剛從亞洲金融風暴中復原或正深陷其中。那時許多國家物價高漲且波動劇烈，貨幣政策亦由固定或半固定匯率所主導。此外，某些國家之國內經濟與金融體系相對封閉，金融市場發展亦較不成熟，因此新興市場之傳遞管道有別於工業國家，其貨幣政策對物價及產出之影響及傳遞管道存在許多不確定性。Kamin 等人(1998)對於貨幣政策傳導之調查報告即緣自於此會議。

毫無疑問地，過去十年來種種變遷已改變了貨幣政策傳遞管道，現在即使非全部但大部分的國家多採行以控制通貨膨脹為主之獨立性貨幣政策。許多國家之金融市場發展更趨成熟；經濟結構亦經歷了顯著的改變，新興市場之貿易量穩定增加、金融市場亦持

續開放。這些發展對貨幣政策之傳導機制有何意義？它們已降低貨幣政策效果之不確定性嗎？他們如何影響貨幣當局在面臨各種衝擊時之回應？本文試圖更新 Kamin 等人(1998)的報告，並廣泛參考早年的文獻，同時討論貨幣當局在採行影響總體經濟之政策工具時所面臨的新挑戰。

本文架構如下：第一節分析當前總體經濟環境下所採行之貨幣政策。第二節簡要回顧貨幣政策的幾個主要傳遞管道，及近年來其重要程度之改變。第三節以新興市場為例，說明貨幣政策對產出及通貨膨脹之影響，在 1990 年代初期與 2000 年代間是否有所改變，並提出一些初步的計量驗證。第四節著重在家計部門、公司及銀行體系資產負債表之變遷對傳遞機制之意涵。倒數第二節將探討全球化對貨幣政策傳遞之影響。最後一節是結論。

## 一、貨幣與總體經濟環境：有何改變？

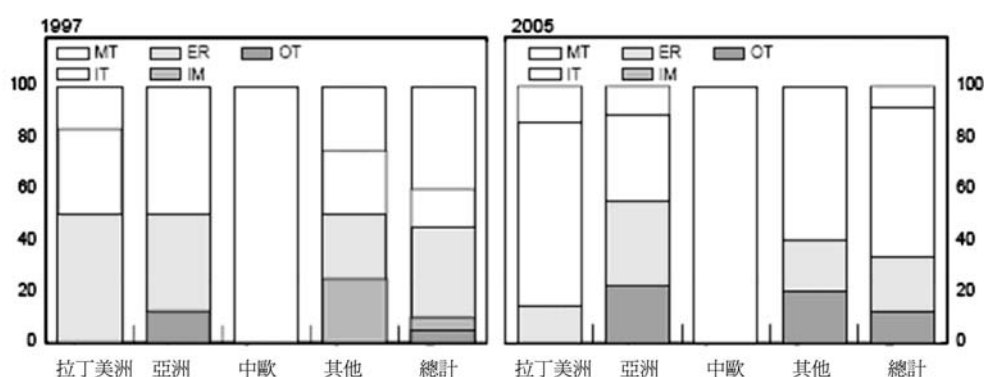
貨幣政策架構、央行操作所仰賴之金融體系，以及實體經濟等三者共同決定了貨幣傳導機制，而它們在近十年來均已產生結構性改變。本節的重點放在一些主要的政策改變對傳導機制可能之影響。

### 更可信之貨幣政策制度

第一個主要變化是「維持低通貨膨脹」之貨幣政策日益受到關注，通常（但非必要）為正式採行通膨目標機制。1990年代中期，歷經幾個金融風暴後，驗證了固定匯率制度之弱點，使匯率目標機制—另一種貨幣政策架構—不再受到青睞。至2005年，通膨目標機制已成為新興市場國家最主要的貨幣政策機制，而採用固定匯率及貨幣為目標之國家近十年來則快速減少（圖1）。

現今主要中歐國家之央行皆採行以通貨膨脹為目標之貨幣政策。大部分拉丁美洲國家亦是如此，除了少數幾個國家例外，如：阿根廷自2002年貨幣崩盤後，就採行以貨幣總計數為中間目標之貨幣政策，委內瑞拉自2003年起則採行固定匯率目標機制。然而，亞洲國家之貨幣政策制度較為多元化，大部分受到金融風暴衝擊的國家多轉成通膨目標機制，但仍有幾個國家採取較嚴格的管理匯率制度，中國採行半固定匯率制度，印度採行多重指標方法(a multiple indicator approach)，香港仍繼續採行聯繫匯率制度(a currency board system)，新加坡則採用以匯率（名目有效匯率）為主之貨幣政策制度，在其他國家中，以色列、南非及土耳其皆以通

圖1 貨幣政策機制（百分比分配）<sup>1</sup>



MT=貨幣目標機制；IT=通膨目標機制；ER=匯率目標機制；IM=IMF 規劃；OT=其他  
1.占樣本數國家之百分比

資料來源：IMF；各國資料（問卷調查）

表 1 貨幣政策之主要工具

	信用上 限	準備金/ 流動資 產準備	重貼現 率	公開市 場操作	外匯市 場操作	道德勸 說	其他
<b>拉丁美洲</b>							
阿根廷		○	○	○	○		
智利			○	○	○		
哥倫比亞				○	○		
墨西哥							○ <sup>1</sup>
祕魯			○	○	○		
委內瑞拉		○		○			
<b>亞洲</b>							
中國		○		○		○	
香港			○		○		
印尼		○		○	○	○	
韓國			○	○			
馬來西亞				○ <sup>2</sup>	○ <sup>3</sup>		
菲律賓		○		○			
新加坡					○ <sup>4</sup>		○ <sup>5</sup>
泰國				○	○		
<b>中歐</b>							
捷克				○			
匈牙利				○ <sup>6</sup>			
波蘭		○		○			○ <sup>7</sup>
<b>其他新興市場</b>							
以色列			○				
沙烏地阿拉伯				○			
南非			○				
土耳其				○ <sup>8</sup>			
<b>備註：</b>							
美國		○	○	○			
日本		○	○	○			
歐元區		○	○	○			
英國		○	○	○			
<p>1.短期金融業間拆款利率下限及每日清算餘額目標（“corto”）。2.包含透過公開招標方式直接借款。3.主要目的在緩和馬幣之波動。4.釘住以貿易加權之新幣匯率。5.參數包含匯率區的寬度與政策路徑之斜率。6.MNB亦使用存款準備金、利率上下限與外匯市場操作，但這些並不是主要的貨幣政策工具。7.存款機制、倫巴德機制(Lombard facility)及隔夜拆款利率上下限 8.貨幣市場隔拆利率與其他公開市場操作。</p> <p>資料來源：各國資料（問卷調查）</p>							

貨膨脹為目標，沙烏地阿拉伯則採固定匯率為目標機制。

這種釘住通貨膨脹的制度常伴隨著以市場為導向之貨幣政策操作方式，且不再使用數量工具控制貨幣。現在大多數國家實行貨幣政策都透過間接工具，如：公開市場操作、貼現率及換匯交易（表1），而以「信用上限」為主要的貨幣控制工具，在很多國家已經停止使用，另外，尚有少數國家使用存款準備金及道德勸說等方式執行貨幣政策。很多國家操作模式漸漸趨向工業國家之作法：央行訂定一個基本的短期利率（政策利率），並允許市場決定經濟體系中其他利率水準。

這些改變隱含許多意義，第一就是浮動

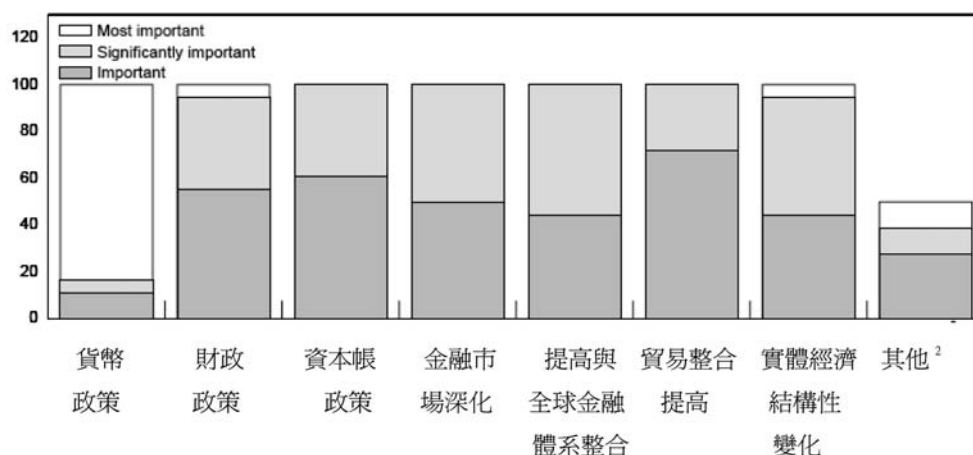
匯率制度開啟了另一個貨幣政策傳遞管道。

第二，如果貨幣制度變得更加可信，則貨幣衝擊之傳遞將更具影響力，最近諸多研究已證實了通膨目標機制將有助於通膨預期：可參考 Mishkin 與 Schmidt-Hebbel (2001)及 IMF (2006a) (註2)。第三，轉以市場為導向之貨幣政策操作模式，將增加利率在經濟體系中之作用。

貨幣政策機制的改變對於傳導機制有何顯著的影響？圖2係以央行觀點來看幾個影響傳導機制的因素之相對重要性。根據該圖顯示，貨幣政策改變確實在各經濟體有著重要的影響，在墨西哥，諸多研究顯示，傳導機制的重大轉折係與2001年採行通膨目標機制有關(註3)。從那時開始，通貨膨脹趨於穩

圖2 央行之觀點：政策環境變遷之重要性

(百分比分配)<sup>1</sup>



1. 占樣本國家之百分比，非常重要(Most important)：給分1、顯著重要(Significantly important)：給分2到4、重要(Important)：給分5到8。2.“其他”是指外部衝擊、商業信用與銀行部門發展。資料來源：各國資料（問卷調查）

定，通膨持續情況亦已降低，許多私部門對於通貨膨脹預測與央行設定之目標亦趨於一致，其他幾個國家也有不同程度的類似情形（例如：捷克、哥倫比亞、匈牙利及波蘭）。在泰國，經歷了 1997-98 年金融風暴後，由固定匯率制度改採管理浮動匯率制度，對傳導機制亦產生重要的影響。在土耳其，2001 年中央銀行法修正案，賦予央行穩定物價的責任，而近期通貨膨脹下降已使得物價持續上升的程度明顯減緩，並且改變了廠商定價行為。

從幾個國家之經驗可以發現，這些結果不僅僅只侷限在政策架構之改變，亦影響貨幣政策之其他領域。例如：印度於 2004 年採行新的流動性管理架構（亦稱流動性調整工具，liquidity adjustment facility；LAF），藉由設定每日銀行間拆款利率之波動區間，改善印度準備銀行對利率之控制能力，使傳遞機制更具影響力。在智利，貨幣政策的變動包括刪除短期資本流入（the "encaje"）課以不付息之存款準備、將貨幣政策之操作目標轉為名目利率，以及在通膨目標機制下，提高其貨幣政策之透明度。在馬來西亞，2004 年其貨幣政策改以利率為導向之操作模式，強化了金融市場對於貨幣政策改變之反應。在新加坡，貨幣管理當局針對匯率之立場增進與外界之溝通，使民間部門之薪資與物價預期更為穩定，進而影響貨幣政策傳導機制。

## 總體經濟環境之改變

貨幣政策施行之總體經濟環境在過去五年裡亦出現很大轉變，表 2 顯示，各區域經濟成長與通貨膨脹之波動已明顯下降（詳附表 A1 各國資料），而過去常以高估實質匯率手段來穩定物價的情況，在許多國家改採浮動匯率制度後已減少許多，使得突發之通貨危機變得較少。然而，並非所有新興市場國家之通貨皆已完全浮動—過去五年中，我們看到有些國家，特別是在亞洲，空前地及持續的累積外匯準備。事實上，拉丁美洲與中歐國家之匯率波動幅度確實較亞洲國家為高（附表 A1）。

貨幣政策的第二個主要限制—財政支配（fiscal dominance）亦已鬆綁。由於過去五年來許多國家財政赤字占 GDP 之比率已經下降（或穩定），因此公共債務比率成長速度已趨減緩（附表 A2）。在這段期間，秘魯、墨西哥、沙烏地阿拉伯、南非、俄羅斯及委內瑞拉在降低赤字方面已有顯著進步（部分原因為商品價格上升）；相對的，中歐一些國家之財政問題反而再度出現。有一些國家在進行財政改革後，已降低了央行對政府之直接融通，在印度，自 1997 年結束了中央政府財政赤字自動貨幣化後，正式宣告新的貨幣政策時代來臨。在智利，自 2001 年起採行「結構化的預算盈餘法則」（占 GDP 之 1%），已經減少財政政策所造成之產出波動，強化了貨幣政策在需求管理上之角色，

表 2 波動度<sup>1</sup>

	經濟之成長 <sup>2</sup>		通貨膨脹 <sup>3</sup>	
	1990-99	2000-06Q2	1990-99	2000-06Q2
拉丁美洲 <sup>4</sup>	6.1	4.4	847.4	4.1
亞洲 <sup>5</sup>	4.3	2.5	5.0	1.7
中國	1.8	1.3	8.2	1.6
印度	1.2	2.3	3.6	0.9
其他亞洲 <sup>6</sup>	5.0	2.7	4.8	1.8
中歐 <sup>7</sup>	1.7	1.5	14.1	2.5
其他新興市場 <sup>8</sup>	4.5	3.1	64.2	6.8
<b>總計</b>	<b>4.5</b>	<b>3.0</b>	<b>264.2</b>	<b>3.5</b>
備註：				
美國	1.5	1.3	1.1	0.8
歐元區	1.2	1.1	1.1	0.2
日本	2.1	1.5	1.3	0.4

1.以季資料之標準差來衡量，各區域係以各國之波動度作簡單平均。2.實質 GDP 之年變動率。3.消費者物價年變動率。4.阿根廷、智利、哥倫比亞、墨西哥、秘魯與委內瑞拉。5.中國、香港、印度、印尼、韓國、馬來西亞、菲律賓、新加坡與泰國。6.為中國、印度以外之亞洲國家。7.捷克、匈牙利與波蘭。8.以色列、俄羅斯、沙烏地阿拉伯、南非與土耳其。

資料來源：各國資料

其他一些國家（巴西、印度及秘魯等）也採行類似之預算法來限制財政支配。

債務結構的改變亦影響了傳導機制，減少對外幣（forex-denominated）或匯率連結（forex-linked）政府公債之依賴已降低了匯率變動之財政效果，使政府更能承擔這類變動，Aktas 等人(2007)指出，過去土耳其脆弱的公共債務結構（主要為短期及通膨連結之債券）使財政系統禁不起任何緊縮性貨幣政策，而近來財政情況的改善已反轉了此一現象。

在很多國家，這些改革對貿易及資本帳政策帶來影響深遠之改變，表 3 顯示自 2000

年初起，新興市場與全球經濟產生高度的整合（詳見附表 A3 各國資料）。下一節將討論這樣的整合對貨幣傳導之潛在影響（註 4）。

#### 政府降低對金融體系之干預

另一個重要改變，是過去十年來政府已逐漸降低對金融體系干預，從 Kamin 等人(1998)的報告可知，過去政府至少透過三種方式來影響貨幣傳導過程：管制利率或限制金融市場價格；對銀行借款予以限制；政府對特定行業提供信用融通。

基本上，至 2005 年許多國家已經廢止對利率的管制，如附表 A4 及 A5 顯示，大部分國家之銀行存放款利率不是直接連結政策利

表 3 開放程度<sup>1</sup>

	貿易開放度 <sup>2</sup>			金融開放度 <sup>3</sup>		
	1990	2000	2005	1990	2000	2005 <sup>4</sup>
拉丁美洲 <sup>5</sup>	24.4	32.2	39.7	67.6	95.7	103.8
亞洲 <sup>6</sup>	40.9	61.9	80.7	72.1	111.4	126.2
中國	26.8	44.2	69.3	38.9	84.7	96.2
印度	16.4	28.8	44.3	30.2	42.3	57.8
其他亞洲 <sup>7</sup>	90.3	126.2	136.2	174.1	226.9	247.1
中歐 <sup>8</sup>	49.4	93.2	101.4		113.5	134.2
其他新興市場 <sup>9</sup>	36.2	64.8	64.2		138.2	128.8
<b>總計</b>	<b>44.5</b>	<b>67.1</b>	<b>79.8</b>		<b>128.1</b>	<b>139.6</b>
備註：						
美國	19.8	25.7	26.2	80.1	166.2	198.3
歐元區	55.3	72.6	74.1		212.5	261.5
日本	20.5	21.3	28.1	111.4	100.4	154.4
英國	50.5	58.2	56.2	351.2	618.2	759.6

1.指標以占 GDP 之百分比表示，並以 2000 年 GDP 與購買力評價 (PPP) 為權數計算總合。2.為進出口量占 GDP 之百分比。3.為國外資產負債總毛額占 GDP 之百分比。4.墨西哥、印度、印尼、韓國、馬來西亞、菲律賓、新加坡、波蘭、沙烏地阿拉伯、南非及土耳其為 2004 年資料。5. 阿根廷、巴西、智利、哥倫比亞、墨西哥、祕魯與委內瑞拉。6. 中國、香港、印度、印尼、韓國、馬來西亞、菲律賓、新加坡與泰國。7. 為中國、印度以外之亞洲國家。8. 捷克、匈牙利與波蘭。9. 阿爾及利亞、以色列、俄羅斯、沙烏地阿拉伯、南非與土耳其。

資料來源：Lane 與 Milesi-Ferretti(2006)；IMF

率 (policy rate)，就是連結短期市場利率，而這些利率的訂定亦會跟客戶洽談協商；並根據客戶之規模或信譽而有所差異。然而，有些國家仍然對某些特定借款者或放款量進行利率管制，如：哥倫比亞與波蘭對各類放款，仍維持利率上限管制，馬來西亞與泰國對消費者放款訂有最高利率；印度則對存款及小額放款訂有最低利率。至於這些管制對

貨幣衝擊之傳導有多大影響並不清楚，例如：銀行放款利率上限如果訂得很高，則該利率不會約制銀行放款。不過，依美國實施 Q 規則 (Regulation Q) 經驗顯示，一個突如其來的緊縮貨幣政策會迫使銀行體系出現「反中介現象」(disintermediation)，而加重產出及物價波動，進而擠壓信用供給。而存款利率設定下限，隱含名目利率不能低於

此下限，這將減低貨幣政策對付通貨緊縮壓力之彈性，及政策衝擊之利率傳遞效果。

在同一時間，另有好幾個國家大幅調降其銀行應提存款準備金(cash reserve requirements)，因為高準備率不利於金融市場功能的發揮且干擾金融市場發展，從附表 A6 中顯示，新興市場之存款準備率大致介於 2~6% 之間，仍高於其他工業國家。有些國家（阿根廷、智利、中國、印尼、菲律賓及委內瑞拉）存款準備率甚至超過 8%，雖然有時這只適用在某些特定之負債項目。此外，很多國家之央行對於準備金是不支付利息的，或所付的利息低於市場水準。

至於應提流動準備(liquidity requirements)，情況則較不一致，其規定銀行必須就其負債，持有一定比例之政府證券或其他類似的流動資產，過去十年來（附表 A7）這項規定多未降低（有些國家甚至提高），而這項要求對銀行投資活動有多大束縛仍然不清楚。有些國家（如：印度）因投資政府證券的報酬率尚具吸引力，銀行投資此類證券之比率會高於此最低限。有些國家（如：新加坡）對於該項規定是基於審慎監理的考量，而非為貨幣管理工具。雖然就某種程度而言，政府證券之利率若由市場決定，這項要求並不影響銀行獲利能力，但卻會對交易量及市場流動性具有顯著影響。

除了少數幾個國家外，大多數國家均已廢止信用總量之管制措施。中國仍透過「窗

口指導」(window guidance) 方式進行貨幣控制，如：要求銀行約制其對特定部門（如：不動產）之授信，以及須支持其所發展之計畫。然而，隨著近期利率自由化措施（特別是取消了存放款利率上下限），其對這項控制之依賴度已逐漸下降。在印度，則要求銀行對特定優先部門提供最低融資措施。另有許多國家會利用審慎監理的法規，來有效地管制對特定部門之授信，但是這些法規很清楚的不會被用在貨幣政策之目的。

### 金融市場之成長

過去十年來，新興市場在金融市場方面亦有相當大的發展；銀行體系之體質大幅改善(附表 A8)，這意味著較低的政策利率之傳遞已經改善（相對的，1990 年代末期羸弱的銀行體質，卻連累了寬鬆貨幣政策之傳導），有證據顯示健全且富競爭性之銀行體系，除了強化銀行面臨貨幣衝擊之適應力外，亦可以減低「中介價差」(intermediation spreads)，使銀行利率對於政策利率上升與下降之反應更具對稱性（且更加可預測）(註 5)。

更重要的是，相對於 1990 年代的經驗，許多國家之貨幣及債券市場日趨深化，從每日交易量相對於銀行體系之總資產逐漸提高，可知貨幣市場深化程度日益增加(附表 A9)。而在許多國家，已導致央行在調控貨幣上逐漸增加附買回操作。在阿根廷，央行為建立銀行拆款市場之指標利率而積極發展國



庫券和公債市場。在印度，這一個趨勢也使得貨幣市場交易從無擔保拆款市場(uncollateralised call market)大幅轉移至擔保附買回市場(collateralized repo market)，為短期貨幣市場的發展鋪路。然而，許多國家銀行間附買回市場仍未成熟，限制了貨幣市場之穩健發展。同樣的，貨幣市場之相關衍生性金融商品，如：利率交換，雖為市場流動性之重要元素，但許多國家仍缺乏這類商品。

附表 A10 提供了衡量國內債券市場流動性之各項指標，市場流動性增加會影響貨幣傳遞，因為它會使債券殖利率更能反映政策利率之變動，並減低金融資產價格非預期性的大幅波動。過去五年來，許多國家之債券市場規模日益擴大，債券到期日亦已拉長，買賣價差已經縮小，並嘗試發行長天期債券

以建立長期利率指標。然而，許多國家之債券市場週轉率仍低於其他成熟的市場，有些國家之債券市場週轉率相對較高，主要係反映流通在外之債券存量偏低，而非交易量明顯增加。

反映在金融市場之成長上，過去十年來民間非金融機構部門融資管道日益增多(附表 A11)。許多國家商業銀行融資比例已經下降—有一些國家(例如：匈牙利、馬來西亞、墨西哥及泰國)在 1993 年至 2005 年間降幅尤其大，而過去在長期資金上扮演重要融通角色之國營金融機構亦面臨相同情況。至 2005 年，股權和債券融通比重逐漸提高，另一個快速成長的融通管道就是國際資本市場，2005 年許多國家民間非金融部門之該項融資約佔 20%—40%。

## 二、主要之傳遞管道

貨幣政策會透過各種管道來影響需求，其中有五個管道在文獻裡常被提到：短期利率管道、長期利率及資產價格管道、匯率管道、信用管道和預期管道，見 Mishkin (1995)。本節將延續並更新 Kamin 等人(1998)的研究，並分析過去十年來，各種傳遞管道之相對重要性是否改變。

### 利率管道

利率管道為最傳統之貨幣傳遞模式，即央行的政策利率改變後，會傳遞至銀行存放

款利率，進而直接影響公司及家計單位之支出決策。

當邊際利率(即新借款利率)改變時，公司及家計單位之支出決策會受到影響，因此，實質利率很重要：當名目利率上升是反映預期通貨膨脹率提高時—表示實質利率仍然固定—它將不影響一般所認知的借款邊際成本，但對於已存在的借款(即"舊"的借款)，其衝擊則端看借款合約型態。如為浮動利率之合約，則平均利率會隨著邊際利率

變動而改變，如為固定利率之借款合同，只有合約重新協議調整時才會變動，故平均利率調整較慢。由於平均利率變動會改變借款者之現金流量及資產負債項目，故其影響很重要，因此，政策利率之改變對家計單位與公司支出之影響，將視借款契約的型態與負債多寡而定（第四節會對此做進一步分析）。

在工業國家，利率管道在貨幣衝擊傳遞上扮演重要角色，例如：根據歐洲央行研究(2002)，利率變動對投資之直接及間接影響（包含財富及匯率效果）在三年的落後期下，可以解釋 80% 貨幣衝擊對產出之影響。在新興市場，1980 年代至 1990 年代期間，有關利率管道之傳遞存在幾項阻礙，例如貨幣及債券市場缺乏良好的發展，以及風險貼水缺乏經常性的波動，都是這些阻礙的例子。有些情況下，利率管制搭配非價格之信用分配，也會降低政策利率對其他利率之影響，亦降低政策利率之總體經濟效果。而企業融資計畫對內部現金盈餘依賴越高，則會降低利率對投資之衝擊反應。另外，限制家計單位借貸亦會降低利率對家計單位之影響。如上所述，這些限制在過去十年來也已經鬆綁。

利率傳遞管道近年是否有所改變？這項議題 Moreno(2008)已詳細檢視過，表 4 根據內部研究彙總以央行觀點評估各項政策利率傳遞效果之相對強度，從表中可以發現：第一、大多數國家之銀行存放款利率比債券利率的傳遞效果更強，且持續期間較長，第

二、長期債券利率受政策利率之影響現今更為顯著，雖然在部份國家其傳遞效果較為短暫（下面另作討論），第三、對於需要大量向外融資之國家－特別是南美洲國家－寬鬆貨幣政策可能會影響本國債券之通貨膨脹風險貼水，甚至影響國家風險貼水，這是因為低政策利率如果被認為無法維持，或可能提高未來通貨膨脹預期時，則由市場決定之各期債券利率可能不降反升，且若該國貨幣又面臨貶值壓力時，利率甚至會急劇拉升。但如上所述，這些財政曾經脆弱且有高通貨膨脹歷史的國家，現今情況已有很大的改變，因為這些有危機傾向的國家，其財政及貨幣政策的可信度及國際收支經常帳盈餘均已有所改善，使這種反常現象隨之改變：寬鬆貨幣政策已不必然會導致風險貼水的升高。

表 5 顯示大部分國家央行均將利率視為主要的傳遞管道，例如：在墨西哥，1990 年代匯率衝擊可以解釋超過 60% 通貨膨脹變動，但 2000 年代初期，其解釋能力已下降至 16%；相反的，現在利率解釋了大部分長短期產出及通貨膨脹之變動（註 6）。至於阿根廷，在 1980 年代高通膨期間，名目利率大部分是由通貨膨脹預期所決定，高利率通常伴隨著通貨膨脹升高而非下降，以及貨幣貶值。相對的，隨著 1990 年代初期起，通貨膨脹變得較溫和（除了在匯率崩盤時曾急遽拉升外），現在利率對產出及通膨已有更強且可預測的反向效果（註 7）。

另有證據顯示在亞洲幾個經濟體中，其利率傳遞管道也變得更加重要，特別是經歷1997-1998 金融風暴後的泰國（註 8）。在香港，如香港貨幣管理局(HKMA)(2008)於本集系列中所探討的，由於利率對其消費與固定投資具有重大影響，直接成本管道已成為來

自美國的貨幣衝擊（港元與美元採聯繫匯率政策）之重要傳遞管道。在菲律賓，雖然短期間貨幣政策透過強力貨幣對通貨膨脹有直接的影響，但長期間，央行的借款利率才是主要的傳遞管道。

利率管道之相對重要性雖然在中、東歐

表 4 長期利率對政策利率之反應

	債券利率			銀行借款利率			國家風險貼水		
	非常顯著	顯著	不顯著	非常顯著	顯著	不顯著	非常顯著	顯著	不顯著
<b>拉丁美洲</b>									
阿根廷			○			○		○	
智利		L		L					○
哥倫比亞		T			L			T	L
墨西哥		○			○				○
祕魯		L		L					○
委內瑞拉			○		○				○
<b>亞洲</b>									
香港 <sup>1</sup>		L			L				T
印度		○			○				
印尼	○					○		○	
韓國		○		○					○
馬來西亞	L			L				T	
菲律賓		○							
泰國		T			L				
<b>中歐</b>									
捷克		T <sup>2</sup>							○
匈牙利	○ <sup>4</sup>			L <sup>3</sup>					○
波蘭			T	L <sup>5</sup>					T
<b>其他新興市場</b>									
以色列	L <sup>6</sup>				○				○ <sup>7</sup>
沙烏地阿拉伯			○		○				○
南非		○		L					○
土耳其	○				○			○	

L：長期；T：短期 ○：同意

1.政策利率隨美國聯邦資金利率而變動。2.依市場預期而定。3.對短期利率影響顯著，依市場預期而定。4.立即的。5.約幾個月後，但有持續之影響。6.衝擊影響發生在政策利率變動後之一到二個月，且具持續性。7.通常不顯著，端賴政策利率變動幅度而定。

資料來源：各國資料（問卷調查）

表 5 貨幣政策最主要的傳遞管道：央行觀點

<b>拉丁美洲</b>	
阿根廷	利率、貨幣成長與名目匯率制度改革（在低通貨膨脹環境下）
智利	直接利率、匯率、信用及預期管道
哥倫比亞	預期、成本推動、總體需求與匯率管道
墨西哥	名目利率
<b>亞洲</b>	
中國	主要為信用管道
香港	直接資金成本效果
印度	貨幣成長，利率與信用管道
馬來西亞	信用、利率、匯率與資產價格管道
菲律賓	強力貨幣，利率與匯率管道
新加坡	匯率管道
泰國	利率、匯率與資產價格管道
<b>中歐</b>	
捷克	利率、匯率管道
匈牙利	匯率管道
波蘭	利率、匯率管道
<b>其他新興市場</b>	
以色列	匯率管道
南非	利率、匯率管道
土耳其	匯率、利率、預期與風險貼水管道
資料來源：各國資料（問卷調查）	

國家間有所不同，但其角色亦日益重要，例如在捷克與波蘭，其重要性伴隨著央行政策利率對銀行存放款利率傳遞效果之增加而提高，在匈牙利則伴隨著債券利率波動加大、加速而提高。而未來如採用歐元，此一趨勢應會再增強，因為單一貨幣在某種程度上，將減低貨幣市場波動及深化當地之債券市場，進而增加利率在歐元區貨幣政策衝擊傳遞中之角色。

#### 長期利率或資產價格管道

自 1990 年代中起，最主要改變就是許多國家隨著債券市場發展，其長期利率逐漸由

市場決定。本集系列中 Moreno(2008)對此有進一步的討論。一般而言，經濟成長的變動與通貨膨脹預期決定了長期利率水準，而貨幣政策若能對衝擊適時的反應，將使通膨預期得以維持（例如：較高的政策利率會使通膨預期不致太早拉高），則可能對長期利率無顯著影響，但是，非預期之貨幣政策變動仍會引導長期利率改變。另一個複雜因素是有關期限貼水的反應，當期限貼水也出現變動時，就很難解釋長期利率對貨幣政策變動之敏感性，這在解釋殖利率曲線型態之變化時具有重要的含意。

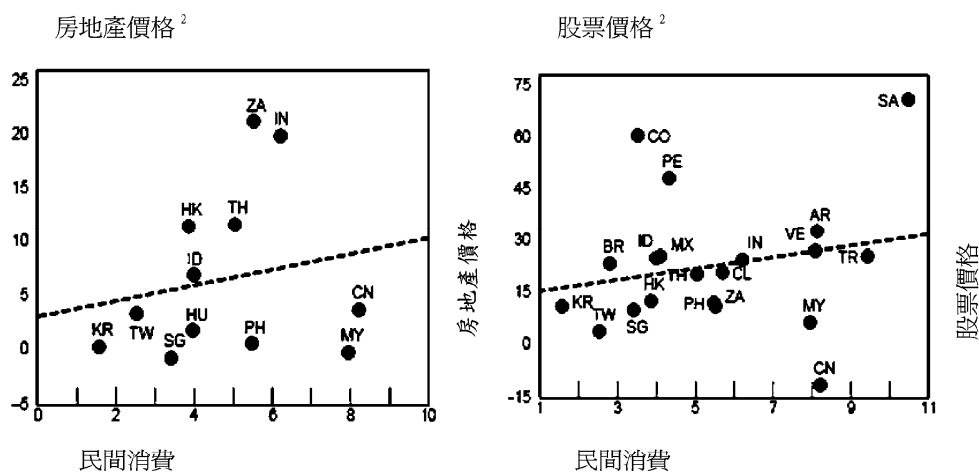
任何資產或耐久財之現值與實質長期利率呈反向關係，而與資產收益呈正向關係。因此，如股票價格可以解釋為是反應預期未來企業收益之折現值。由此顯示，資產價格與總體經濟表現互有因果關係，經濟成長預期越高，會拉升對未來獲利之預期及股票價格，這種雙向因果關係使得實務上難以辨識資產價格對總需求之影響。

資產價格提高可透過兩個管道來增加總體需求，第一、高資產價格會增加家計部門的財富，如果被視為恆常財富，則會刺激消費需求(註9)。此外，增加的財富可作為跨期替代消費之擔保。第二、高資產價格會使廠商的市場價值相對於其重置成本為高(也稱

作 Tobin's q)，因而吸引更多新住宅與非住宅之投資計畫。

有證據顯示民間消費與資產價格具有正向關係(圖3)，其中房屋價格與利率較有相關，但與股價較相關的幾個變數卻和貨幣政策只有微弱的關係。即使如此，貨幣政策仍能透過許多管道影響股價，第一、利率越低會降低未來股利所得之折現因子，進而提高現值。第二、就某種程度而言，利率越低會提高對未來的成長預期，進而增加預期的未來現金流量及股票報酬。第三、如 Bernanke 與 Kuttner(2003)所指出，寬鬆貨幣政策可能會透過降低股票風險(例如：改善公司資產負債表)及增加投資者承擔風險意願(例

圖3 資產價格與消費<sup>1</sup>



AR=阿根廷；BR=巴西；CL=智利；CN=中國；CO=哥倫比亞；HK=香港 SAR；ID=印尼；IN=印度；KR=韓國；MX=墨西哥；MY=馬來西亞；PE=秘魯；PH=菲律賓；SA=沙烏地阿拉伯；SG=新加坡；TH=泰國；TR=土耳其；TW=台灣；ZA=南非

1.2002-05 年變動平均，以百分比，實質表示。 2.以消費者物價平減。

資料來源：OECD,Bloomberg ,CEIC,Datastream,BIS。

如：增加預期的未來收入）來提高“期望的超額報酬”（註 10）。

一個主要的問題是，家計單位財富組合多角化的程度，已提高了資產價格對家計單位消費之潛在重要性，近年許多國家自有住宅比率增加，已使得住宅資產佔家計單位財富之比例提高（例如：在菲律賓及哥倫比亞比例均超過 60%），原則上，這會增加因政策所導致的財產價格對消費變動之敏感度。相對的，股票在大多數新興國家中仍僅佔家計單位財富的一小部分（例如：在哥倫比亞及印度比例介於 1% 到 2% 之間），家計單位財富相對較多角化的國家，如：新加坡，股票及住宅資產各約佔家計單位財富之 18% 及 48%。

家計單位是否能取用部分房地產及股票財富作為消費，端視金融發展程度而定：見 Mishkin(2007)。在許多工業國家，其家計單位以這些資產做擔保所取得的資金，不僅用來提高其消費支出，而且亦用於投資新的房產，這已成為當前景氣循環中一個重要因素。然而，很多新興國家銀行並不願意做這方面的借貸，即使這些擔保品已經在其手上，而抵押證券市場不發達，也使得透過市場融通這些支出的功能受到限制。例如：在墨西哥，缺乏適當的再融通機制，是限制家計單位以其資產為擔保來提高借款能力之主要因素，在菲律賓，租屋市場對於這種瓶頸提供部分補償，因為擁有房屋者可藉由調整

租金來活絡他們部分的房產財富。

資產價格管道在新興市場貨幣政策傳遞之角色是否已有改變？這個管道現今在亞洲似乎比其他區域扮演更重要角色，例如：在中國，自 2005 年初期起高房價與較高的銀行借款有關，而房價上漲再推高家計單位在各項耐久消費財上的支出。而香港在這次會議報告裡也注意到房價對通貨膨脹與產出之不同影響：見香港金融管理局(2008)。該報告顯示，利率衝擊透過房價對消費物價之影響，遠大於對家計單位財富及消費之影響，這是因為在香港房租佔總體物價指數之權數較其他經濟體為高。然而，短期間房價大幅下跌對消費亦產生顯著的負效果，香港於 1997 年爆發房地產泡沫化造成長期通貨緊縮可以為證。

有證據顯示，資產價格對利率的敏感性可能已有改變，特別是經歷 1997-98 年金融風暴後的東南亞。在南韓，過去房價對貨幣情勢變動即非常敏感—特別是銀行放款，而自金融風暴發生後，這種關係更加緊密（註 11）。在新加坡，利率所導致之房地產市場循環在消費循環中扮演重要角色，但股價卻無顯著影響（註 12）。相反的，亞洲金融風暴期間之泰國，利率對股價之影響遠比對房地產價格來得大（註 13）。在沙烏地阿拉伯，過去幾年原油收益大幅增加，創造了“流動性榮景”，並使投資者紛紛轉向持有國內資產：見 Al-Jasser 與 Banafe(2008)，此也導致股價、房

地產價格急遽拉升以及消費暴增。

### 匯率管道

在開放的經濟體，貨幣政策操作有相當大程度是透過匯率，兩者的關係是基於未拋補的利率平價說(uncovered interest rate parity, UIP)：當匯率是採浮動機制時，政策引導利率下降將使資金外流，導致名目匯價貶值(註 14)，在商品價格僵固下，這將導致實值匯率貶值及貿易財相對非貿易財價格上升。匯率管道在新興市場中扮演著重要角色，其理由包括：第一、對於小型開放經濟體，匯率變動對總體需求有很大影響。第二、匯率對於私部門的通膨預期是重要的變數。第三、由於這些經濟體的家計部門及廠商均擁有外幣資產及負債，匯率變動對其產生很大的資產負債表效果。

新加坡—一個相當開放的經濟體—實際上是以名目有效匯率作為貨幣政策之中間目標。如此開放之國家，其產出及通貨膨脹皆對匯率變動有高度敏感性(註 15)。類似情況亦發生在以色列，其匯率亦為其主要傳遞管道(註 16)。

匯率管道之重要性也要看貿易財中國內附加價值之比例(相較於進口商品與勞務)，如果比例越高，則匯率變動對產出及總體需求就有很大影響，但如果是進口之比率較高，則匯率對國內產品影響有限，反而會對通貨膨脹有較大的直接衝擊影響(註 17)。

利率與匯率兩者關係近年到底改變多少？低而穩定的風險貼水(例如：肇因於較佳的總體環境)可能使匯率在因應國內利率的變動上更具有預測性，例如：在匈牙利，1990年代難以捉摸的風險貼水，弱化了匯率對貨幣政策衝擊之反應，但涵蓋了近期資料之研究顯示，政策利率非預期上升 25 個基本點，將使匯率立即升值 0.5-1% (註 18)。

原則上，假如新興市場之國外商品與勞務比例增加，會使匯率管道更具影響力。然而，有實證顯示在許多新興市場，匯率對國內物價的轉嫁效果出現降低現象：見 Mihaljek 與 Klau(2008)，其理由是市場對控制通貨膨脹之政策有效性已更具信心，使匯率對通貨膨脹之“信號”價值降低。

最後，許多國家在匯率動態管理上可能須注意到一個新的棘手問題，就是貿易條件中期的變動愈加重要，在 1990 年代，原物料與製成品之貿易條件並無明顯的變動趨勢(圖 4)，然而，自 2003 年中開始，石油價格上升，隨後非燃料商品價格開始上漲，到最近幾年，小麥價格接著大漲。首先，這些發展趨勢是不是反應特殊市場因素，或是單純短暫現象，尚不清楚，然而，這些相關價格變動，現在看來似乎會持續下去。

這些變動使得央行更難去解讀匯率，以及決定如何利用貨幣政策(假如一定要用)去抵銷或分散匯率變動效果。當商品價格達到新的水準時，這些商品出口國家的實質長

圖 4 商品與製成品相對價格<sup>1</sup>

1. 2000-05=100，製成品價格估計是以 2003 出口值為基礎，計算工業國家製造業出口價格之加權平均。

資料來源:IMF,Datastream

期均衡匯率可能會上升，如果真是如此，則表示貨幣政策不應去抵銷匯率變動。很多人認為長期而言，貨幣政策無法抵銷實質匯率的變動—企圖如此做的話，最終只會經由高通貨膨脹造成實質升值。相似的討論結果亦適用在那些快速發展貿易的國家，在這兩種情況下，貨幣升值壓力均會經由資金流入而更為增強。

然而，實務上央行在短期間仍有相當大的操作空間，但政策決定仍然是很困難的，因為央行無法清楚知道均衡利率應上升有多少，而緩步-非突發性之調整至新的均衡點，能減低多少調整成本亦不明確，因此，央行在設定利率時，仍需緊密觀察其決定因素及匯率波動程度。

#### 信用管道

當銀行透過非價格機能分配信用時，信用管道會呈現不同的面貌，此時信用取得的條件除利率外，尚有其他變數。信用管道對新興市場有著特殊的重要性，因為信用管制及直接的信用指導會限制廠商及家計單位進入信用市場，而諸如此類的限制，通常在貨幣緊縮時期會更加嚴格。

即使沒有這些限制，長久以來大家都知道緊縮貨幣政策會造成信用供給減少（除了需求面導致的收縮外），銀行會縮減小額借款人的貸款額度（即一般所謂的銀行放款管道），並調升風險溢酬以因應貨幣緊縮（註 19）。在銀行資本有限下，當面臨預期放款增加，導致資本對資產比率受到約束時，銀行的放款能力可能進一步被削弱（註 20），此外，借款者淨值惡化與擔保品價值降低（資



產負債表管道)亦會使銀行信用供給能力受到影響(註 21)。

從上述可以了解過去十年來信用市場之主要發展趨勢，很多國家已經大幅解除對金融市場管制，銀行體質及法規環境亦有所改進，這些發展將如何影響信用管道呢？

表 6 為利用 panel 迴歸式，估計近五年銀行信用對固定投資之影響。根據該表，主要發現新興市場之銀行信用對投資有顯著影響，即使在控制幾項需求變數(如：產出、出口及實質利率)後，這項結論仍未改變，所以銀行信用供給在影響投資支出變動上，

扮演著重要角色(不過，仍須注意到反因果關係(reverse causation)—即投資廠商對借款的取得將變得更熱衷—可能使迴歸係數產生偏誤)，另一重要發現是銀行信用對投資在各區域有不同的影響：其中拉丁美洲、中東歐地區之衝擊影響較亞洲為大。

就許多國家經驗而言，信用管道之重要性各有不同，許多國家在過去幾年持續採行寬鬆貨幣政策，可能因此降低信用管道的重要性，例如：在波蘭，由於銀行已經建立一個強大的「流動性緩衝器」(liquidity buffer)，而弱化了其信用管道，此緩衝器可使

表 6 以 panel 迴歸檢定投資對銀行信用變動之反應：2000-05

	未管制			管制後		
	銀行信用	R <sup>2</sup>	DW	銀行信用	R <sup>2</sup>	DW
亞洲 <sup>2</sup>	0.14 (0.90)	0.29	2.33	0.25** (2.20)	0.63	1.94
拉丁美洲 <sup>3</sup>	0.70*** (2.96)	0.40	2.01	0.65*** (2.69)	0.60	2.42
其他 <sup>4</sup>	0.44* (2.00)	0.33	2.15	0.40 (1.47)	0.45	1.81
所有新興市場	0.49*** (3.82)	0.32	2.14	0.43*** (3.72)	0.48	2.03

\*，\*\*，\*\*\*分別代表在 10%5%及 1%顯著水準下係數異於 0，括號內為 t 統計量。

1. panel 迴歸式如下：  

$$\Delta \log(\text{inv}) = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \log(\text{bc}) + \alpha_2 \Delta \log(y_{t-1}) + \alpha_3 \Delta(i - \pi) + \alpha_4 \Delta \log(\text{xp}) + \alpha_5 \Delta \log(\text{inv}_{t-1})$$
“ $\Delta$ ”為一階差分，“bc”為經消費物價平減後之實質銀行信用，“ $\pi$ ”消費物價通貨膨脹，“inv”為實質固定資本形成毛額，“i”為名目銀行放款利率，“xp”為出口量。所有 panels 具有橫斷面固定效果(cross-section fixed effects)。2. 中國、香港、印度、印尼、韓國、馬來西亞、菲律賓、新加坡、台灣與泰國 3. 阿根廷、巴西、智利、哥倫比亞、墨西哥、祕魯與委內瑞拉 4. 捷克、匈牙利以色列、波蘭、俄羅斯、沙烏地阿拉伯、南非與土耳其。

資料來源：BIS 估計

銀行免受緊縮性貨幣政策之影響(註 22)。在捷克，信用管道雖在 1996-98 年間盛行，但在 2000 年初期也已逐漸弱化。然而研究顯示，貨幣政策具有「分配效果」(distributive effect)，也就是擁有較高逾期放款的銀行較不願意對利率的調降有積極的回應(註 23)。

亞洲於 1997-98 年發生亞洲金融風暴之後，銀行信用大幅下滑，但 2000 年代初期以來，銀行信用已回升，而某些國家信用市場不完善程度亦逐漸下降。在菲律賓，雖然商業本票市場的發展及貸款承諾更廣泛的被使用(廠商可隨時使用固定的信用額度)，降低了緊縮性貨幣政策的影響力，惟由於銀行體系存在相對較高的逾期放款比率，反而出現反向影響。在泰國，研究顯示，銀行信用對於產出及通貨膨脹之影響顯著降低，尤其是在 1997-98 年金融風暴之後，融資管道出現多樣化趨勢；在新加坡，情況亦是如此，很多中小企業透過股票及債券市場來滿足其融資需求。

不過，亞洲兩大經濟體之銀行信用仍採行集中管制措施，在中國，因採行以數量為導向的貨幣政策，以及嚴格的信用管制，貨幣政策主要是以控管信用供給方式來影響需求。在印度，近期研究顯示，在緊縮貨幣期間小型銀行比大型銀行更傾向縮減信用供給(註 24)。

在拉丁美洲，近年銀行借款明顯增加，減輕了早期人們對信用管制的懼怕，而在當

前的景氣循環中，大多數國家投資與信用均保持著正向關係，在哥倫比亞，雖然信用管道仍然很重要，但近年廠商逐漸依賴內部收益融通投資計畫，使該角色的重要性降低，同時，銀行信用流向中小企業及家計單位的情況亦已大幅改善。在墨西哥，儘管銀行積極地分配信用，1995 年金融風暴仍重創其信用市場，但近幾年，銀行對民間部門放款比例已有大幅成長。

### 預期管道

雖然預期管道並不是一種獨立管道，但對於其他管道之有效性，「預期」具有相當的重要性。這是因為民間部門對於薪資與物價之預期在某種程度上是具有前瞻性的，這將加速央行政策變動對名目需求之調整，進而影響對通貨膨脹傳遞之時間落差。預期管道如何影響傳遞，端視市場對央行政策之預測程度，以及如何將該預測納入殖利率曲線之訂價中。

預期管道之傳遞受到下列因素影響，第一、央行之可信度，可信度越高，則貨幣政策之預測效果越好，反之亦然。第二、對央行行動之預測力，這可藉由增加央行政策之透明度，及與外界溝通來提高預測力。至於第三因素，有些人認為若央行能就其操作工具的改變保持一致性，並做出更清楚的承諾，則能強化預期管道之角色(註 25)。日本銀行於 2001 年至 2006 年初採行量化寬鬆政策以解決通貨緊縮問題，就是一個例子，在

此政策下，日本銀行宣告其將維持零利率政策直到通膨水準轉為正值時，這個政策的目的是在釘住大眾對通貨膨脹的預期，並協助穩定長期利率水準。其他以通貨膨脹為目標之國家，亦大致以相同的方式運作。

一項經驗回顧顯示，預期管道之重要性越來越高，第一個指標是近年來很多國家（包含捷克、哥倫比亞、墨西哥及南非）其民間部門對通貨膨脹之預期逐漸趨於一致且接近央行目標值。第二個指標是許多國家之金融市場對央行的政策宣告有較強烈的反應，例如，在泰國，房屋及債券市場皆在貨幣緊縮實施初期就能反應，而由於房貸利率係隨著預期利率調升，也使得房屋擁有者之整體融資成本在貨幣政策緊縮前就已增加了。在新加坡，隨著央行將其政策立場加強與大眾溝通，使政策宣布時，市場利率波動度顯著降低（註 26）。在印度，由於開放央行與市場參與者之雙向溝通管道，增進了貨幣政策傳送訊息之角色（註 27）。

當金融市場愈能預測央行政策時，則政策利率調整幅度可縮小。而當貨幣及債券市

場利率隨著其所預測之政策利率變動而改變時，央行必須將這些變動對需求及實際政策利率調整之影響納入評估。小心監控這種「反饋效果」(feedback effects)是很重要的，就某種意義來說，市場利率的變動通常是在“執行央行的任務”。

在一項問卷調查中發現，大多數國家之央行認為預期管道在利率反應幅度上，扮演著愈來愈重要的角色，例如，捷克在通貨膨脹目標制度採行初期(1998 及 1999 年)，央行調整政策利率須較為積極些（通常為 50bps）。但隨著近年通貨膨脹預期逐漸被釘住，以及貨幣政策行動較可預測，央行已降低政策利率之調整幅度（通常為 25bps）。哥倫比亞自 2000 年起，隨著貨幣政策可信度之改善，政策利率之波動已經降低。

貨幣政策之可信度越高時，有助於央行進行反景氣循環政策，這在過去是不易進行的，主要因那時通貨膨脹較高，或央行對抗通膨的承諾不被信賴。例如：在以色列，由於對名目薪資之預期較為穩定，已使得央行可以溫和的調控利率。

### 三、產出及通貨膨脹對貨幣政策衝擊反應是否已有改變？

本節是利用月資料 VAR 模型，對一些樣本國家(註 28) 分析其產出及通貨膨脹對貨幣政策之反應。考量的變數有工業生產、消費者物價上漲率、實質有效匯率及短期名目利

率。模型區分兩個樣本期間，第一個期間為 1990-96 年，另一個期間為 2000-06 年，主要在比較兩個期間之產出與通貨膨脹反應，但未考慮是否有結構性改變發生（註 29）。根據

其他類似之研究，變數的排序如上所述，即以產出為外生性最強變數，以利率為外生性最弱變數（註 30），並假設利率會對其他三個變數的當期值做回應，即產出、通貨膨脹和匯率（註 31）。

附錄之圖 A1 與 A2 顯示，在利率一個標準差之變動下，產出與通貨膨脹之衝擊反應，當然這是一個很簡單的貨幣傳遞機制模型的代表，例如：此模型未包含通貨膨脹預期值、信用總計數或商品價格等變數，而這些變數對很多國家之通貨膨脹皆有顯著性相關。從研究中可以獲得下列結論：

- ◎在許多國家，兩個時期之工業產出對於利率衝擊之短期反應均出現疲緩現象，但在一些國家（例如：印度、南韓、泰國及南非），短期的產出反應似乎在 2000 年代前半期還較 1990 年代前半期為大。另外，大部分國家在貨幣政策衝擊後，工業產出會迅速地恢復。由於這兩段期間之產出均能於一到二年內恢復至基期水準，所以長期中立的貨幣政策是有效的。
- ◎相對的，2000 年代前半期通貨膨脹對貨幣政策衝擊的反應較 1990 年代前半期為大，然而，各國反應不一。有些國家之衝擊反應相對較為強烈（例如：墨西哥及南非），但有些國家（智利、捷克及印度）通貨膨脹對緊縮性貨幣政策的反應，反而出現前幾個月上升之後才下降的現象，即所謂的「物價難題」（price puzzle）（註 32）。

對此一現象的一個解釋是，將貨幣政策單純的視為外生變數之假設是不妥適的，畢竟貨幣管理當局是綜合所有經濟資訊後才做決策的，因此，通貨膨脹與利率會在緊縮政策影響前出現一段期間的雙升現象（註 33）。第二個解釋是“成本管道”(cost channel)的影響，也就是利率調高會先拉升營運資金成本，並在廠商因應需求降低而調整供給前先行反映在價格上。有人認為成本管道之重要性會隨著“金融摩擦”(financial friction)縮小而增加，並導致政策利率變動對營運資金成本之轉嫁效果增加，詳見如 Chowdhury 等人(2006)。

下面的結論則是來自於預測誤差變異分解分析：

- ◎貨幣政策對通貨膨脹之長期影響程度各國並不相同。在許多國家，此影響從 1990 年代前半期至 2000 年代前半期有顯著增加，例如：印尼、墨西哥及南非，其貨幣政策衝擊之後兩年，利率能解釋通貨膨脹的能力由第一期間之 2-5% 增加至第二期間之 10-30%。
- ◎相反的，其他一些國家（印度、南韓、泰國、智利、捷克及波蘭），其利率能解釋通貨膨脹的能力反而較小，並在 2000 年代前半期出現下滑現象（貨幣政策衝擊之後兩年，解釋能力由 1990-96 年期間之 1-14% 下降至 2000-06 年期間之 2-3%）（註 34）。
- ◎至於利率對於工業產出變動之解釋能力亦

極為類似，除了南非之外，多數國家在衝擊之後兩年，其解釋能力介於 1-8%。

如何解釋上述不同之結論？有一個解釋是模型忽略了其他幾個傳遞管道，並僅包含產出的部份估計，以致不能適當地捕捉一些國家貨幣傳導機制的變化（註 35），另一個解釋是在許多工業國家亦發生的現象，也就是

在通貨膨脹與產出相對穩定下，利率對產出及通貨膨脹變動之解釋能力會下降（註 36）。

由於現在央行執行貨幣政策時皆能有條不紊地面對各種衝擊，並以穩定通貨膨脹及產出為目標，一般預期在貨幣政策不斷的革新下，通貨膨脹及產出之變動將會縮小，而在此情形下，預期管道之角色就顯得很重要。

#### 四、資產負債表管道之發展與傳遞

本節將討論三項與民間部門資產負債表變動有關的傳遞機制之議題，並將重點放在其對現在及未來之可能影響。第一項為近年家計單位信用快速成長對資產負債表之影響，第二項為現今企業融資方式出現反中介現象可能改變投資對貨幣政策變動之反應，第三項為銀行資產負債表結構性變化所產生之影響。

##### 家計單位貸款增加之影響

自 Kamin 等人(1998)以來，有一項對貨幣傳遞有潛在性重大影響的發展，即隨著銀行對家計單位貸款金額比例大幅增加（附錄表 A12）（註 37），許多國家之家計單位負債佔可支配所得之比率已見上升，有些國家則反映在其家計單位槓桿比率（負債佔家計部門資產之比率）之提高（附錄 A13）。

這項趨勢鬆綁了家計單位之預算限制，並強化貨幣政策之跨期替代效果。過去很多國家之家計單位能向銀行借款之比例相對較

小，但近十年來這種現象逐漸改變，並提高了貨幣政策改變之替代效果；同時，隨著債務水準提高，當債務支出佔家計單位所得比例增加時，政策利率改變亦會產生很大的所得效果，且該所得效果可能是非線性的，亦即當家計單位負債水準超過一定門檻時，所得效果亦會明顯增加。

第二個影響是貨幣政策可使家計單位資產負債表變動產生潛在的財富效果，特別是透過房地產市場。在很多國家，房屋是構成家計單位財富之重要成分，會對消費有一定影響，而利用房屋抵押擔保可增強此財富效果（註 38）。

第三個影響是有關貨幣政策透過家計單位資產負債表變動，對消費及房地產投資產生的現金流量效果，而下面幾個因素皆會影響家計單位之現金流量：名目利率、金融負債及資產總額之規模、融資契約性質等。一般認為高利率會對未來可能的借款者產生現

金流量限制：最典型例子就是房屋負擔能力指數(housing affordability indices)已隨著近年名目利率大幅下降而下滑。對於已有借款之借款者而言，可以在低利率時以舊貸款再融通方式，產生很大的現金流量效果，而高負債/所得比率之家計單位，將比其他人承受較大的資金限制，並對利率變動有較高的敏感度(註 39)。

相同的，在固定的利率變動下，較高的金融負債一般會產生較強的現金流量效果。除了中歐國家及土耳其之外，大多數國家近十年來個人金融負債總額占 GDP 之比率已下滑(附錄表 A14)，從幾個案例中顯示，這種趨勢反映出借款人在經歷 1990 年代一連串金融風暴後更加謹慎，如果真是如此，則總體經濟條件的改善及信用持續成長可能會反轉此種趨勢；相對的，也有很多國家其抵押貸款占個人金融負債總額比率有增加現象。

至於融資契約性質，一般而言，放款契約之存續期間越短，續約並適用新利率之頻率就越高，這將加速政策利率對所得及現金流量之影響，在新興市場，家計單位貸款之期限結構通常較工業國家短。另一個重要因素是契約指數化程度，也就是契約與通貨膨脹率或匯率之連動程度，因其會增強貨幣政策之現金流量效果。近五年來中歐國家之家計單位對外幣貸款需求快速增加，增強了匯率變動所產生之所得與現金流量效果；相反

的，過去亞洲與拉丁美洲國家有相當大比例的債務係與通貨膨脹或匯率連動(導致金融風暴初期易受攻擊)，但現已逐漸降低。

另一個更重要因素是家計單位貸款浮動計息程度，附錄表 A15 顯示，多數新興國家之抵押借貸市場以浮動計息方式為主，而以色列、捷克及墨西哥則以固定計息為主，除此之外，多數國家之抵押貸款利率不是直接連動政策利率，就是間接地連結銀行基本放款利率。然而，有些國家會對抵押貸款利率訂定最高上限。雖然缺乏消費借貸資料(特別是信用卡貸款)，但多數國家此類借款大多是浮動計息，且存續期間很短。

對主要採行固定計息貸款之國家而言，其家計單位將不受政策利率變動影響，在此情形下，若貸款者已借入浮動利率資金，則利率壓力將轉移至貸款者身上(註 40)，而只有新的借款者會受到利率變動影響，惟仍須視家計單位對利率變動的觀點與其預期行為而定，如處於景氣谷底時，家計單位因預期未來利率上升，為維持一定的債務及利息支出，一般會以提前增加償付債務方式來提高未來儲蓄金額，使景氣循環期間的利率得以維持在類似固定狀態，見 DeBelle(2004)。

公司之資產負債表及傳遞機制

貨幣政策對非住宅型投資之影響，有部分是透過公司之資產負債表管道，如 Kamin 等人(1998)指出，當資產負債表初始部位夠強

—即資產遠超過負債—則即使公司資產價值大幅減少，未來產生金融危機的可能性仍然很低，支出受到的影響因而很小。但如果資產負債表體質脆弱，則同樣之資產價值減少，可能反而使違約機率大增，導致借款及支出急速且大幅減少，此現象在新興市場中特別明顯，這是因為其資本市場不完善，嚴格限制了借款的可能性，而由於脆弱的公司資產負債表會擴大利率上升之影響（註 41），因此，透過此一“金融加速因子”(financial accelerator)，緊縮性貨幣政策之效果會進一步增強。

#### 公司資產負債表變動趨勢

面對貨幣政策之衝擊，有多項指標可以檢視公司資產負債表之脆弱度，其中一個重要項目就是淨值或淨資產相對所得之比率，另一個為負債對資產比，它可以衡量公司槓桿操作的程度，且可能與公司處理預定債務之困難度關係密切，此外，當貨幣政策造成債務利息支付增加時，槓桿操作程度亦可反映其所產生之現金流量效果大小，此效果亦可由第三項指標加以檢視，即淨利息支付對所得之比率。

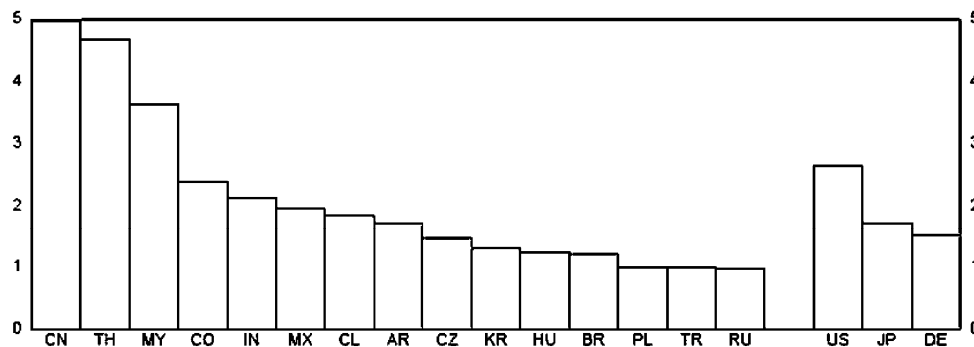
不幸的是，上述多項指標在許多國家間並不能穩定取得，儘管如此，資料仍顯示新興市場一般的公司財務槓桿比率通常遠高於工業國家（見 IMF(2005)），例如：1993 年至 2003 年之間，亞洲地區公司財務槓桿比率平均為 38%，相較於 G3 國家則為 24%，拉

丁美洲及歐洲新興市場國家之比率則相對較低（分別為 26% 及 28%）。新興市場之公司槓桿比率相對較高之原因，是其公司市值與帳面值之比相對較低，因而鼓勵公司以舉債取代股權融資，另一方面，有些新興市場之企業比工業國家之企業更依賴內部資金，因而限制了其槓桿比率（圖 5）。

從非金融企業之金融負債總額趨勢也可以看出近年來公司之資產負債表之變化（附錄表 16）。在大多數國家，金融負債佔 GDP 之比率於 1995-97 年及 2003-05 年間大幅下降—有幾個國家降幅極為明顯，但也有些例外，例如泰國，於 1997-98 年金融風暴後，借款金額反而增加。而幾個亞洲經濟體（例如：中國及印度），近年來廠商大部份投資資金皆來自本身獲利。其他區域國家，尤其是經歷風暴衝擊的國家，儘管程度上較小但也差不多。阿根廷在近期風暴後，廠商投資大都仰賴自我融資（約佔其新增資本支出之 80%），同樣情況也發生在土耳其，隨著公司獲利大幅增加，自 2001 年起公司之槓桿比例已穩定下降。

公司之負債組成內容亦有顯著的變化，從表 7 中可以看出三個主要趨勢，第一、許多國家企業之銀行借款佔其所有負債之比率在 1995-97 年與 2003-05 年間降低。第二、隨著企業轉向國內與國際債券市場籌資，許多國家之公司發債金額佔負債總額之比例轉呈增加。第三、公司股權融資比例亦顯著增

圖 5 內部資金<sup>1</sup>



AR=阿根廷；BR=巴西；CL=智利；CN=中國；CO=哥倫比亞；CZ=捷克；DE=德國；HU=匈牙利；IN=印度；JP=日本；KR=韓國；MX=墨西哥；MY=馬來西亞；PL=波蘭；RU=俄羅斯；TH=泰國；TR=土耳其；US=美國

1.內部資金指數係指來自營運之現金流量，加上存貨與應收帳款減少數，再加上應付帳款增加數，除以總資本支出之比率，此指數可以補充說明 Rajan 與 Zingales 外部融資指數，該指數是從公司弱化效用中所導出。

資料來源：IMF（2005）。

加，特別是在亞洲，主要因近幾年其股票價值快速成長所致。

#### 非金融企業部門之金融負債組成

公司降低槓桿操作(deleveraging)及融資多角化是否會減低貨幣政策之影響力？

近年來貨幣傳遞過程對公司資產負債表變化之影響可分幾個方向去探討，但很難決定它們相對的重要性。一方面較低的公司負債可以減輕公司現金流量限制，並降低緊縮貨幣政策對投資之衝擊，而體質良好之資產負債表亦可能弱化上述“金融加速因子”之角色。

此外，廠商降低對銀行借款之依賴可能弱化銀行信用管道，特別是如果廠商很容易

透過商業本票或債券市場做為替代的資金來源，同樣的，增加衍生性商品的使用可以讓廠商免於受未來利率或匯率之衝擊，降低了現金流量與債務支出之波動性，進而強化資產負債表體質（註 42）。另外，金融市場自由化增加廠商進入國際資本市場，亦具有相同的效果，特別是大型廠商面臨貨幣政策緊縮時，可以很快的將其國內融資轉換到國外融資。

另一方面，健全的資本市場可以強化政策利率對更廣泛的金融資產價格之影響程度，也強化貨幣政策變動對投資成本之影響。同樣的，市場流動性越高以及證券交易越活絡，某種程度上可以增進利率變動對廠



表 7 非金融企業部門之金融負債組成  
百分比

	銀行借款			商業本票及公司債 融通			權益融通		
	82-84	95-97	03-05	82-84	95-97	03-05	82-84	95-97	03-05
<b>拉丁美洲</b>									
阿根廷		24.0	21.9		41.7	33.5		34.3	44.6
智利			20.9			34.7			<sup>1</sup>
哥倫比亞 <sup>2</sup>	20.7	36.3	32.2	13.2	35.7	40.0	66.1	28.0	28.0
墨西哥		40.2 <sup>3</sup>	26.4 <sup>3</sup>		7.6 <sup>4</sup>	11.1 <sup>4</sup>			
祕魯		95.0	80.0		5.0	20.0		0.0	0.0
<b>亞洲</b>									
印度 <sup>5</sup>	27.0	17.2	34.2	8.1	14.4	-3.2	6.2	16.3	24.2
韓國	54.3	36.4	32.4	19.6	22.3	14.6	26.1	14.5	24.6
馬來西亞 <sup>6</sup>		73.6	55.0		24.1	43.6			
菲律賓		5.3			16.4				
新加坡	68.8	40.4 <sup>7</sup>	42.7 <sup>7</sup>	5.3	8.5 <sup>8</sup>	7.8 <sup>8</sup>	25.9	10.4 <sup>9</sup>	5.7 <sup>9</sup>
泰國		66.4	48.5		2.2	5.8		31.4	45.8
<b>中歐</b>									
捷克 <sup>2</sup>		28.9	19.7		1.9	2.7		38.4	43.7
匈牙利		19.9 <sup>10</sup>	23.7 <sup>10</sup>		1.2	0.3		58.0	55.0
波蘭 <sup>11</sup>			17.9			2.5			57.9
南非		28.1	41.9		6.0	16.5		82.4	65.8
備註： 美國	24.9	12.6	11.9	18.5	15.1	19.6	56.6	72.3	68.4

註：1982-84年資料參考 Kamin 等人(1998)表 9

1.以流量觀點來看，權益融通占 15%。 2.參考 1996-97 年及 2003-04 年資料。3.包含向國內外銀行融通。4.包含國內外債券之發行。5.資料依據抽樣之公司，並參考 1996-97 年及 2004-05 年資料。6.參考 1997 年與 2005 年，有關權益融通，僅能提供占所有金融負債總額之比例：20.3(1997)及 35.3(2003-05)。7.包含其他借款。8.包含長期借款與公司債。9.股東權益。10.包含銀行借款及其他部門之信用，但不包含非金融企業部門之信用。11.參考 2003 年與 2004 年。

資料來源：美國資金流量；各國資料（問卷調查）；BIS 統計。

商資產負債表之潛在價值的影響，投資支出也更能反映政策利率的改變。因此，貨幣政策預期的改變對廠商財務狀況之影響，現在

可能要比過去扮演更重要的角色。

#### 銀行資產負債表管道改變之影響

如前面所提，在許多新興市場，貨幣政

策傳遞機制與其銀行體系具有良好的體質及高生產力有關。一方面，它使直接成本管道較以往為強。根據馬來西亞央行之研究報告顯示，伴隨著銀行體系之競爭與效率增加，隔夜拆款利率對銀行借款率之長期影響，已從 1989 年的 0.3 穩定增加至 2005 年的 0.6：見 Ooi(2008)。另一方面，許多國家之銀行資產負債表脆弱度改善後，降低了有關非價格因素對銀行信用供給的扭曲現象，進而減低銀行信用管道之重要性。而銀行資本提升，以及透過定期存單與長期金融債（例如：智利）等方式另尋替代資金來源的現象，也同樣的減低了銀行資金上的限制，尤其是在貨幣緊縮期間。

#### 銀行的市場曝險增加

雖然這些資產負債表變動與其他變動可能改變一些傳遞管道之重要性，但問題是銀行資產負債表變動對其市場風險之影響程度為何，以及貨幣政策變動是否會加重這些曝險？

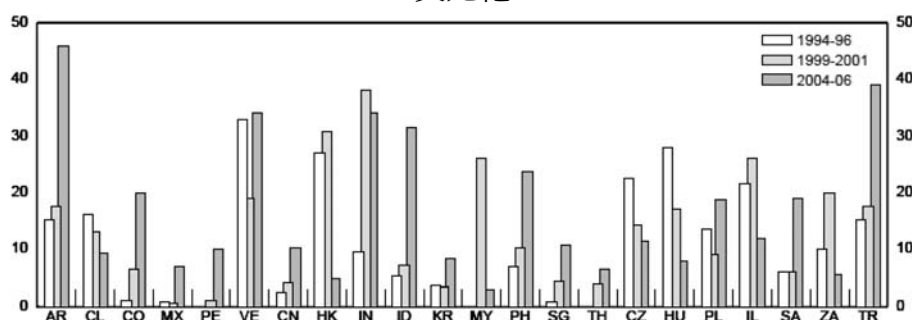
附錄的表 A17 提供銀行體系存、放款之存續期間與到期日等資訊，在許多國家浮動利率放款金額超過浮動利率之存款金額。隨著政策利率傳遞效果增加，假如銀行之平均資金成本未能充分跟隨政策利率變動，則銀行可能面臨很大的利率風險，然而，這種風險可透過適當的避險策略加以規避。在其他一些國家（例如：南非），銀行傾向採浮動計息存款方式，將風險移轉給借款人。

至於到期日未能配合的問題，大部分國家平均存款到期日較放款平均到期日短，這可能使銀行在現金流量上面臨再融資風險，特別是在拉丁美洲國家（除了智利外），平均存款到期日均小於五個月。

對於貨幣政策衝擊，另一個主要曝險是來自銀行投資組合。過去十年來，商業銀行投資公債金額日益增加，使公債佔資產總額之比例增加（圖 6），對許多國家而言，這個現象與近年來各國大規模干預匯率升值有關，為沖銷超額流動性，央行必須出售公債或自行發券給商業銀行（註 43），而由於銀行對債券市場的曝險增加，將導致其評價大幅波動的機率增加，進而出現“金融加速因子”效果。由於在貨幣寬鬆階段，銀行持有債券之資本利得及交易利益會提高，使其快速擴張信用；相反的，如果處在貨幣緊縮期間，銀行因有大額損失，則會削減放款，這種現象將擴大貨幣政策對需求之影響力。另一個潛藏更深層的問題是，它可能影響央行對利率的態度，如可能為維持銀行體系的穩定而延遲或削減必要之貨幣緊縮。

有關銀行持有貨幣不一致之曝險問題，表 8 為新興市場銀行體系內外幣資產與外幣負債所占之比例（各國詳細資料見附錄之表 A18）。雖然過去十年來銀行體系之“美元化”（註 44）（對新興歐洲國家而言是“歐元化”）程度已經下降，但有幾個國家之比例依然很高。而大部分國家（中歐除外）美元計

圖 6 商業銀行持有之政府債券與央行單券 年平均數，以占總資產之百分比表示  
美元化



AR=阿根廷；BR=巴西；CL=智利；CN=中國；CO=哥倫比亞；CZ=捷克；HK=香港 SAR；HU=匈牙利；ID=印尼；IL=以色列；IN=印度；KR=韓國；MX=墨西哥；MY=馬來西亞；PE=祕魯；PH=菲律賓；PL=波蘭；SA=沙烏地阿拉伯；SG=新加坡；TH=泰國；TR=土耳其；VE=委內瑞拉；ZA=南非

資料來源：各國資料（問卷調查）

表 8 銀行資產負債表之幣別<sup>1</sup>  
外國貨幣所佔之百分比

	資產		負債	
	2000	2005	2000	2005
拉丁美洲 <sup>2</sup>	30.1	15.7	29.6	14.5
亞洲 <sup>3</sup>	13.4	11.0	14.6	12.3
香港	57.8	58.0	54.3	54.5
新加坡	75.4 <sup>4</sup>	74.6 <sup>4</sup>	75.1 <sup>5</sup>	73.3 <sup>5</sup>
其他亞洲 <sup>6</sup>	10.5	8.0	11.9	9.6
中歐 <sup>7</sup>	23.1	25.0	21.1	18.7
其他新興市場 <sup>8</sup>	25.8	22.6	27.6	22.5
<b>總計</b>	<b>16.4</b>	<b>12.4</b>	<b>17.3</b>	<b>12.9</b>
備註				
美國	0.7	0.8	0.8	0.7
日本	12.7	21.3	9.1	12.9

1. 指標以占 GDP 百分比表示，並以 2000 年 GDP 與購買力評價 (PPP) 為權數計算總合。2. 阿根廷、智利、哥倫比亞、墨西哥、祕魯與委內瑞拉。3. 香港、印度、印尼、韓國、馬來西亞、菲律賓、新加坡與泰國。4. 為亞洲通貨單位 (ACU) 之資產及 DBU 之外國券幣、銀行同業拆款淨額、持有之可轉讓定期存單 (NCDs)、對非銀行客戶之放款及貼現或買入之票據，不包括 DBU 中無法區分為星幣及外幣之項目。5. 為 ACU 負債及 DBU 之非銀行存款、發行可轉讓定期存單 (NCDs)、銀行同業存款、應付票據，不包括 DBU 中無法區分為星幣及外幣之項目。6. 為香港、新加坡以外之亞洲國家。7. 捷克、匈牙利與波蘭。8. 以色列、沙烏地阿拉伯、南非與土耳其。  
資料來源：IMF；各國資料（問卷調查）；BIS 統計

價資產大約與美元計價負債相當，故銀行體系直接面臨匯率風險的機率頗低，但由於銀行之借款者仍然有幣別不一致之問題—故銀行仍會透過信用風險管道而受影響。

Kamin 等人(1998)指出，美元體系之貨幣政策傳遞不僅取決於本國貨幣資產與美元資產之替代性，亦視國內美元資產與國際美元資產之替代性而定。因為有違約及轉換風險存在，故國內美元資產與國際美元資產可能無法完全替代，這是為何美元化金融體系內之美元利率一般會高於國際水準之原因。

在市場普遍認為本國貨幣資產與美元資產有很高的替代性，但本國資產與國外資產卻缺乏替代性之情況下，假設匯率變動有限，當政策引導本國貨幣的利率上升時，會促使借款人轉向借入國內美元貸款，存款人則將其資產轉存國內貨幣存款，進而導致國內美元存放款利率上升，此時，貨幣政策是有效的；相反的，如果國內外之美元資產具有高度替代性，則貨幣政策傳遞管道將與資金可完全移動之非美元體系極為相似，此時匯率管道就扮演更重要之角色，而通貨膨脹與產出之發展將更取決於大眾對匯率之預期。

祕魯央行報告說明了在高度美元化經濟體下，央行所面臨之困境：見 Rossini 與 Vega (2008)，該報告表示，貨幣政策必須考慮到幣別不一致及銀行面臨美元存款擠兌風險等問題 (註 45)。雖然央行可採行穩健措施去控制

這些風險，但亦須結合匯率干預方式以緩和貨幣波動。該報告認為，若單靠緊縮性貨幣政策，將會加重對通貨膨脹的短期衝擊，且透過匯率管道將不利於產出，而如果能結合外匯市場干預，則緊縮貨幣政策對通貨膨脹與產出之效果會更久並更有效率，但是過度干預匯率會導致大眾忽略其外幣負債之風險。

### 銀行整併與貨幣政策之傳導

另一個問題是銀行整併趨勢（銀行合併及外資入股日趨增加）對傳遞機制影響有多深遠？一方面，少數大型銀行可能主宰整個銀行市場，降低了政策利率對銀行存放款利率之影響，另一方面，假如銀行整併會提升效率、降低交易成本及加速訊息傳遞，則也會提高利率管道之有效性，這意味著利率變動會迅速在金融市場各部門間傳遞。

這些因素總合之影響是不確定的，因為很難區分這是金融體系其他變動之影響或是銀行整併之影響。然而，依工業國家之研究與經驗顯示，金融整併對貨幣政策傳遞機制之影響並不顯著：見 OECD(2001)。不過有些國家，確實因金融體系整併而提升效率，進而強化了政策利率對其他利率之傳導。由於新興市場國家金融市場之發展仍處初期階段，相較於其他面向，其對效率較為重視，故銀行整併應會提高其貨幣政策之整體效率。

## 五、全球化與貨幣政策之傳遞

新興市場之金融市場日益開放，這可從這些國家之外幣資產與負債大幅增加，且其價格與工業國家之資產價格關係愈加密切中看出端倪。而從下面兩個近年來頗受關注之議題中，可以了解這些發展如何影響貨幣傳導機制。

### 國際化與通貨膨脹動向

第一個議題是有關全球化對國內通貨膨脹變動之影響。貿易整合可透過貿易財價格影響國內通貨膨脹過程，貿易整合亦可透過勞動與產品市場之競爭，經由薪資與成本轉嫁程度影響國內通貨膨脹過程。

在有關全球化相對於國內政策對通貨膨脹之影響的討論上，並未出現新的觀點。據 1973 年 OECD 報告指出，整合程度越高將導致“通貨膨脹問題更加國際化……且削弱了各國穩定措施之有效性”，但這項結論大致緣自布列敦森林(Bretton Woods)制度下的固定匯率政策，而在 1982 年 OECD 報告中卻推翻此結論，並認為“很多國家採行浮動匯率政策後，政策變動（尤其是貨幣政策）會影響匯率及通貨膨脹”(註'46)，但此一觀點並未被所有人接受：Beckerman 與 Jenkinson(1986)即將 1980 年至 1982 年 OECD 通貨膨脹減緩歸因於原物料價格下跌，而非因高失業率直接影響所致。

儘管有不同的意見，但一般仍認為通貨膨脹結果主要係由國內貨幣政策主導—特別是在浮動匯率制度之下(註 47)。OECD 最近一篇報告顯示，大多數工業國家自 1990 年代中起，進口品價格對通貨膨脹具有顯著性影響：見 Pain 等人(2006)，但其補充說，全球化僅僅改變進口貨品與勞務之價格水準，對於通貨膨脹只有一次性效果(one-time effect)。Ihrig 等人(2007)則表示，儘管近年來工業國家通貨膨脹對於國內產出缺口之敏感度已經下滑，但只有微弱證據顯示，這是因進口物價或全球需求改變所造成；相反的，其將通貨膨脹敏感度降低，歸因於貿易開放度增加對國內產出之影響趨於穩定所致。簡言之，他們認為國內貨幣政策決定了通貨膨脹，而 IMF 近年來對工業國家通貨膨脹進行分析時，亦得到類似之結論(註 48)。

不過，全球之供給與需求對相對價格仍具有很大的影響，近年來人口眾多且工資低廉的國家，因有效的利用其勞動力，壓低了許多產品價格。實質原油價格自 2003 年起持續攀高至今，部分原因是全球能源價格大漲，促使全球農作物部分被轉換成乙醇，另外原因是貧窮國家所得提高後，增加對食物需求，致躉售食物價格大幅攀升。由於食物與能源占新興市場國家之家計單位平均支出

之大宗，這類物價變化對實質所得有很大影響，使得通貨膨脹之測量，更加仰賴一籃子指數裡不同商品所占之權重。

另一個複雜的問題是有關資金之移動，例如：全球食物價格大漲對低所得國家之CPI影響遠高於高所得國家。若低所得國家調升政策利率高於高所得國家，則資金流入將導致低所得國家匯率“非意願”升值，這些因素不可避免地會使新興市場國家之貨幣決策趨於複雜。

#### 貨幣政策獨立性會降低嗎？

有關貨幣政策獨立性與資金移動問題於所附的背景報告中已有討論：見 Saxena (2008)。Mundell-Fleming 模型中指出著名的「三難(trilemma)」，即一個國家不可能同時固定匯率，開放資本移動及追求獨立的貨幣

政策，只有其中任二項可同時控制。自 2000 年起，新興市場即讓其匯率擴大浮動並放寬資本帳管制。儘管開放資本帳隱含國內外利率連結更加緊密，但允許匯率自由波動則會使此連結轉弱。

Saxena(2008)認為採浮動匯率與高度資本移動國家，其本國利率對於美國利率（以此替代世界利率）變動之反應高於採固定匯率，且資本可自由移動的國家（尤其在 2000-06 年期間）。這項結論顯示，資本高度移動將使國內外利率更加同步波動<sup>49</sup>，然而，自 2000 年起，其本國利率對於國外利率變動之反應則有下降現象（相較於 1990-99 年期間），這隱含隨著新興市場採取新的貨幣政策機制，並獲取可信度後，預期未來這些利率彼此間將可能進一步脫鉤。

## 六、結 論

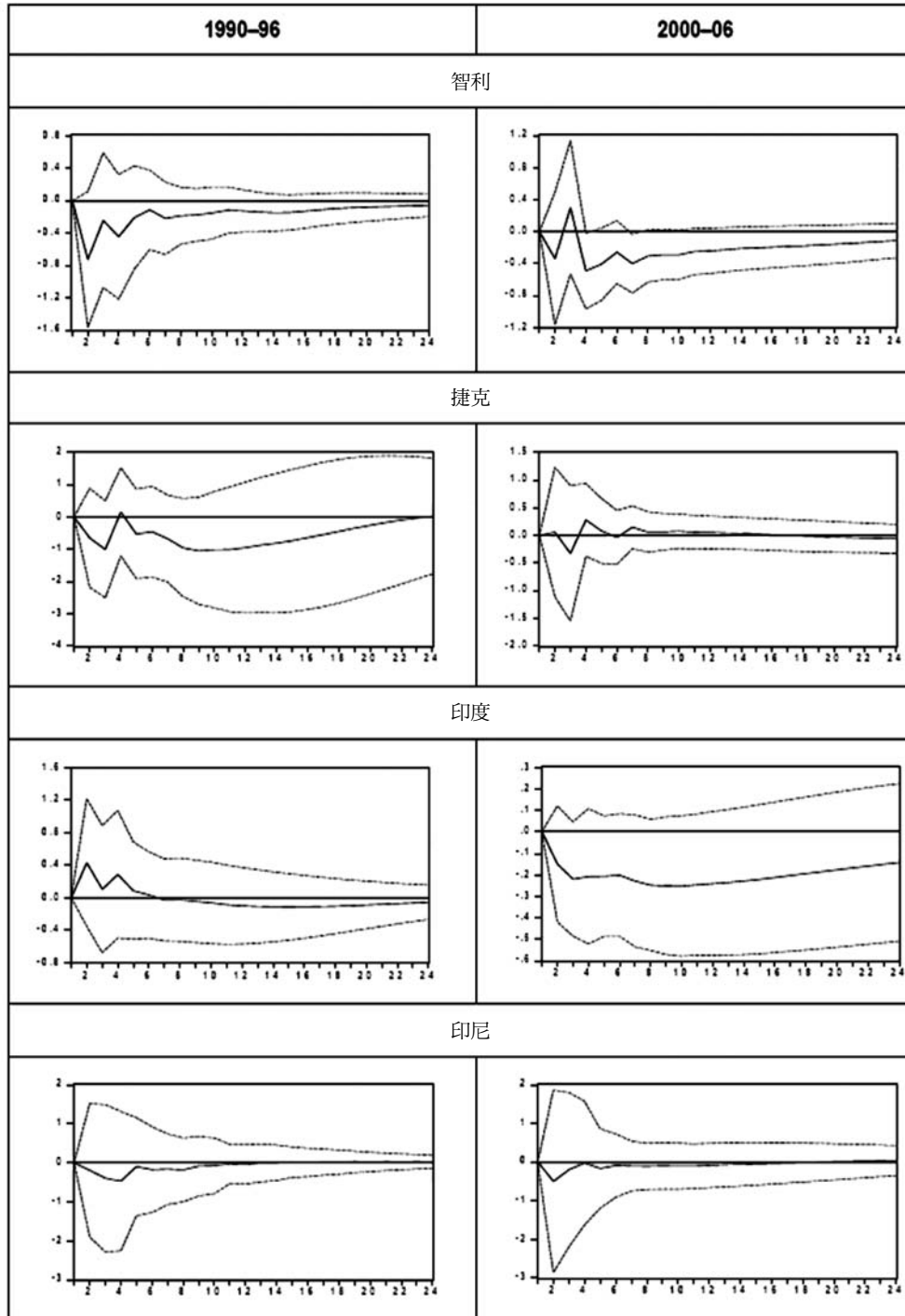
本篇報告是對於新興市場貨幣政策如何影響經濟之老問題提出新的看法。而自 Kamin 等人(1998)報告出刊後，政策傳遞管道已出現許多重要的變化。雖然新興市場經濟體(EMEs)在許多方面經驗並不相同，但仍可獲得一些一般性的結論，如財政政策優勢不在、放棄以高估幣值方式（有時以不可兌換為代價）壓抑通貨膨脹、貨幣政策可信度增

加、央行操作更具彈性等，這些變化與相關之資產負債表管道改變均強化了利率管道，而也因為有了良好的貨幣政策，使得多數新興市場國家通貨膨脹率得以降低，且波動幅度縮小。

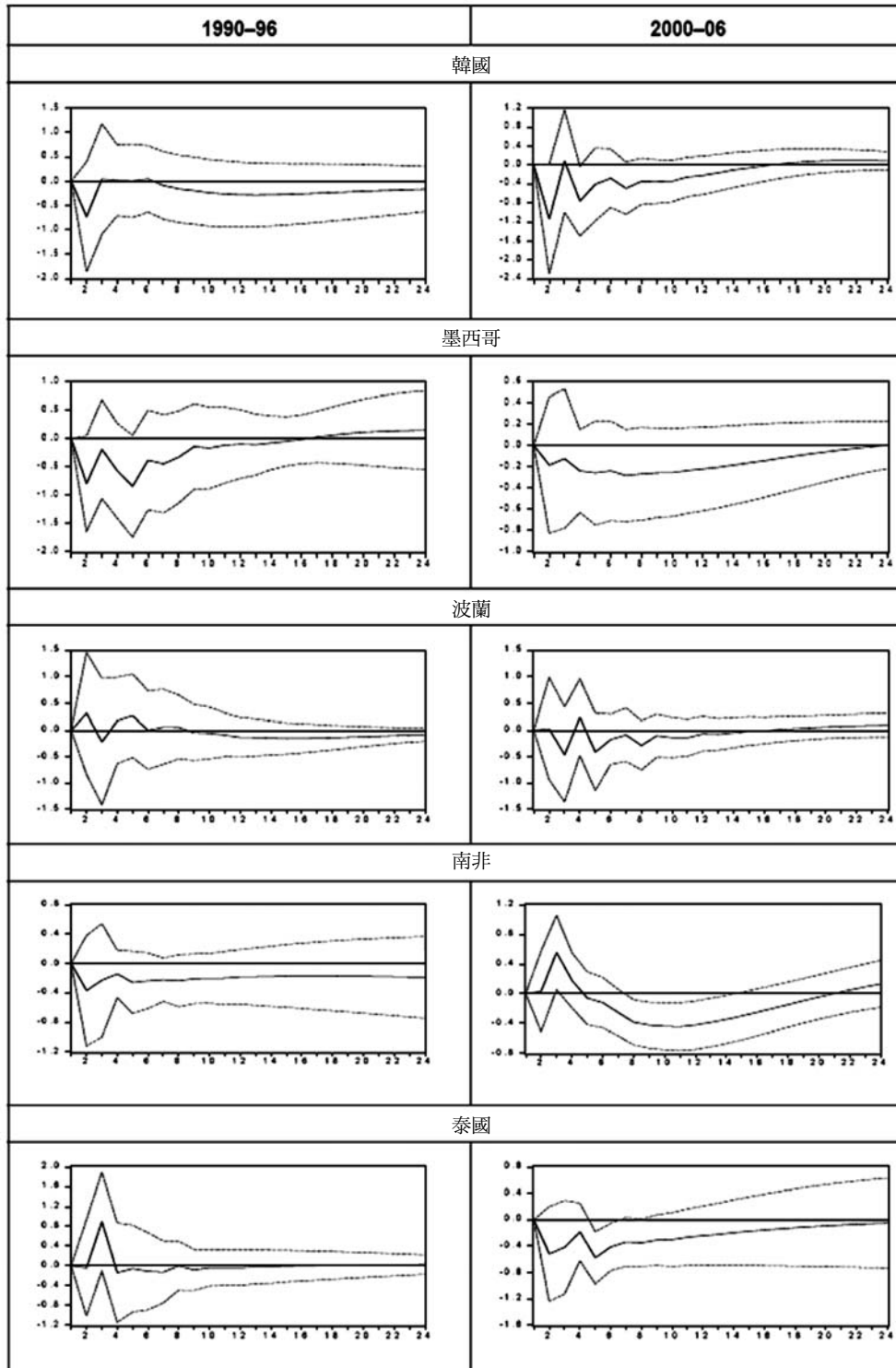
隨著經濟發展，傳遞管道將持續變動，因此，央行須提高警覺了解變動之涵義，以因應總體經濟發展，進而調整其政策。

附錄

圖 A1 產出對利率衝擊之反應



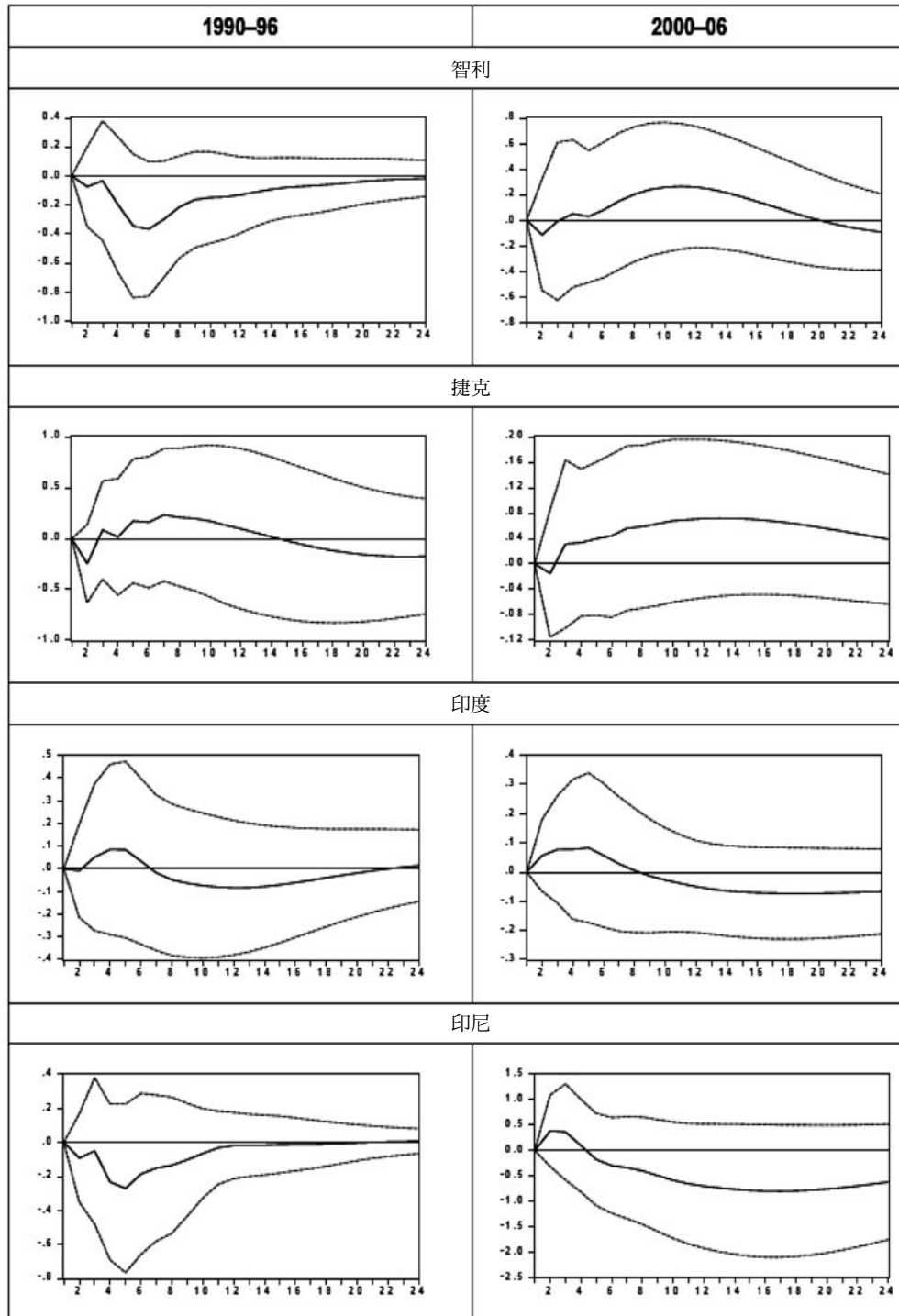
產出對利率衝擊之反應



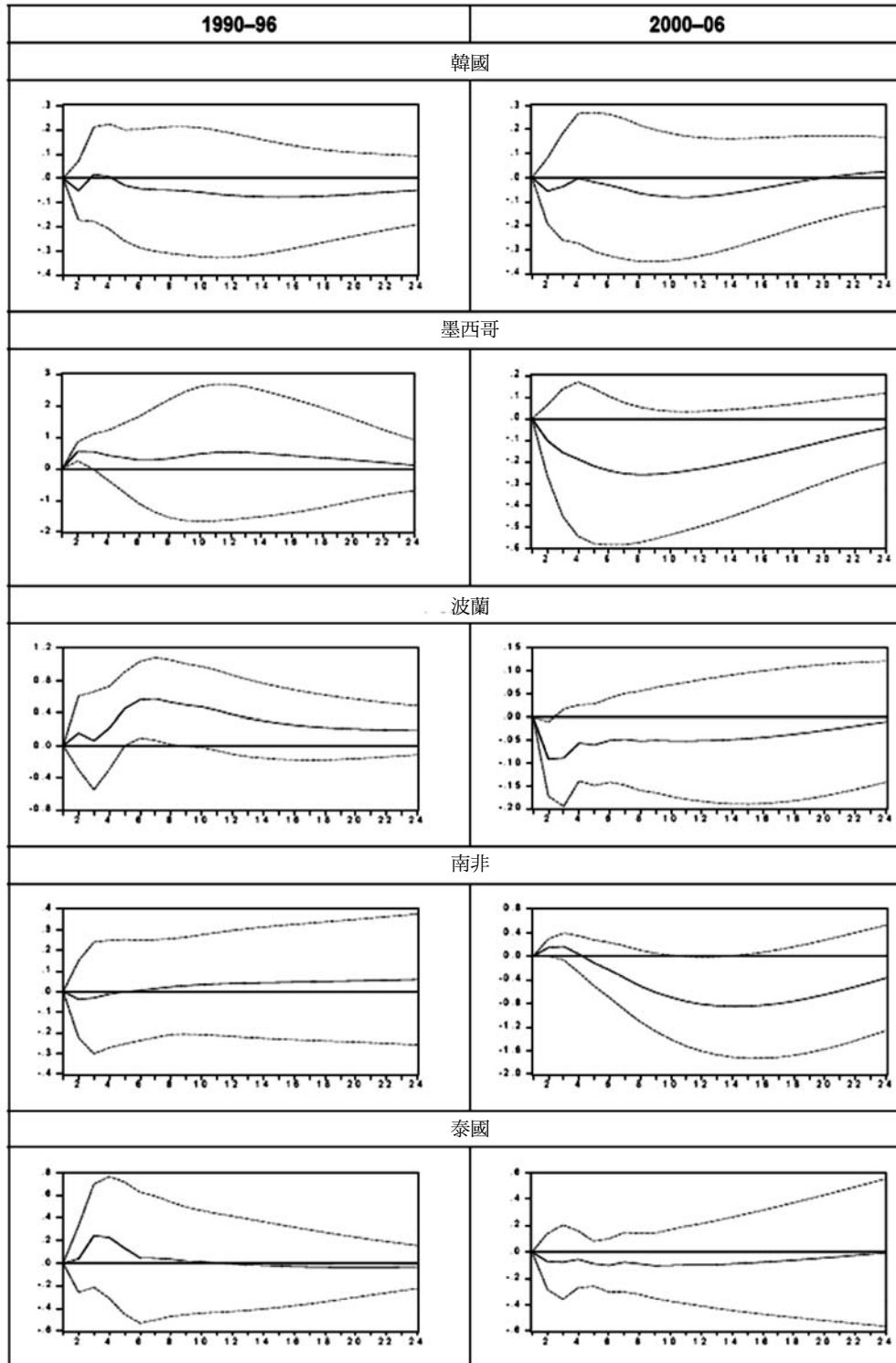
資料來源：各國資料；BIS 統計。



圖 A2 通貨膨脹對利率衝擊之反應



通貨膨脹對利率衝擊之反應



資料來源：各國資料；BIS 統計。

表 A1 波動度<sup>1</sup>

	產出 <sup>2</sup>		物價 <sup>3</sup>		匯率 <sup>4</sup>	
	1990-99	2000-Q206	1990-99	2000-Q206	1990-99	2000-Q206
<b>拉丁美洲</b>						
阿根廷	5.9	8.3	2,584.3	12.1	3,712.5	81.6
巴西	8.7	2.0	1,138.3	3.2	1,211.9	20.8
智利	9.1	1.7	7.3	1.1	6.7	11.5
哥倫比亞	4.0	1.8	5.6	1.6	11.3	13.3
墨西哥	3.9	2.6	10.5	2.0	26.0	6.4
祕魯	6.8	3.0	2,162.9	1.4	2,280.5	3.1
委內瑞拉	4.3	11.3	23.1	7.1	41.7	26.3
<b>亞洲</b>						
中國	1.8	1.3	8.2	1.6	16.1	0.9
香港	3.8	4.0	4.4	2.0	0.2	0.3
印度	1.2	2.3	3.6	0.9	11.5	4.2
印尼	7.0	1.1	18.1	4.4	85.9	14.0
韓國	4.9	2.4	2.3	0.8	19.0	8.1
馬來西亞	5.6	2.9	1.0	0.9	16.0	0.9
菲律賓	2.6	1.6	4.0	2.0	16.0	7.8
新加坡	4.0	5.0	1.3	0.8	6.9	3.1
泰國	7.5	1.7	2.2	1.7	19.3	6.6
<b>中歐</b>						
捷克	1.4	1.6	15.8	1.6	11.7	9.8
匈牙利	1.8	1.0	7.2	2.6	6.7	12.3
波蘭	1.8	1.9	19.2	3.3	7.2	7.8
<b>其他新興市場</b>						
以色列	5.8	3.9	4.6	2.5	5.3	6.2
俄羅斯	5.0	1.5	293.9	4.5	137.2	7.6
沙烏地阿拉伯	3.4	3.1	2.5	1.0	0.0	0.0
南非	2.3	1.0	3.6	3.1	9.1	21.2
土耳其	6.1	6.1	16.5	22.7	41.4	40.2
備註：						
美國	1.5	1.3	1.1	0.8	1.0	1.0
歐元區	1.2	1.1	1.1	0.2	9.6	11.3
日本	2.1	1.5	1.3	0.4	11.6	8.6

1.以季平均資料之年變動率標準差計算，單位：%。2.為實質 GDP。3.消費者物價。4.每一美元可兌換之國家通貨

資料來源：各國資料

表 A2 財政指標<sup>1</sup>

	財政收支餘額		央行對政府融通		公共債務	
	1990-99	2000-06	1990-99	2000-05	2000	2006
<b>拉丁美洲</b>						
阿根廷	-1.9	-5.6	4.0	11.7	51.0	70.9
巴西	-3.7	-3.7	26.8	16.6	48.8	50.1
智利	1.5	1.4	16.9	8.5	14.0	5.9
哥倫比亞	-1.8	-2.4	1.3	1.1	47.7	46.3
墨西哥	-4.1	-2.7	1.4	0.0	49.3	43.1
祕魯	-2.8	-1.6	0.3	0.1	45.5	35.3
委內瑞拉	-2.8	-0.3	6.0	1.1	27.3	35.8
<b>亞洲</b>						
中國	-2.2	-2.2	3.2	2.0	16.4	17.2
香港	1.7	-1.8	...	...	0.0	1.7
印度	-7.7	-8.6	11.8	4.4	75.0	80.9
印尼	-0.3	-1.6	3.7	14.3	52.1	25.0
韓國	-1.0	1.9	0.9	0.8	16.3	28.1
馬來西亞	0.6	-4.5	1.3	0.2	36.7	43.5
菲律賓	-1.7	-3.4	9.3	3.0	64.6	71.8
新加坡	10.0	5.5	0.0	3.7	84.1	97.8
泰國	1.2	-0.1	1.5	1.9	56.9	43.9
<b>中歐</b>						
捷克	-0.7	-3.4	1.2	0.3	15.2	26.6
匈牙利	-5.1	-6.7	49.2	7.3	55.0	67.2
波蘭	-3.4	-4.9	5.0	0.9	37.7	48.4
<b>其他新興市場</b>						
以色列	-4.3	-4.0	4.8	2.0	87.0	95.3
俄羅斯	-9.3	4.3	12.4	4.1	62.5	13.9
沙烏地阿拉伯	-8.2	5.1	...	...	87.2	15.2
南非	-4.3	-1.1	1.7	2.2	42.9	32.8
土耳其	-8.5	-12.3	3.9	12.3	68.8	71.1
備註：						
美國	-2.8	-2.7	4.9	5.8	57.2	62.5
歐元區	-4.1	-2.2	1.7	1.9	69.6	69.8
日本	-2.8	-6.8	6.5	17.6	142.5	181.8

1. 指標係以占 GDP 之百分比表示。

資料來源：IMF, World Economic Outlook；JP Morgan, 新興市場債務與財政指標，2006 年 10 月, ECLAC, 各國資料。

表 A3 開放程度

	貿易開放度 <sup>1</sup>			金融開放度 <sup>2</sup>		
	1990	2000	2005	1990	2000	2005 <sup>3</sup>
<b>拉丁美洲</b>						
阿根廷	15.6	22.7	45.0	67.8	124.0	167.3
巴西	13.2	22.8	29.2	44.0	89.5	82.7
智利	61.4	60.1	74.5	134.1	181.7	186.2
哥倫比亞	33.6	36.0	40.3	77.9	88.1	96.4
墨西哥	30.3	42.5	41.8	70.3	72.9	83.5
祕魯	28.3	33.9	43.6	102.9	113.2	92.0
<b>亞洲</b>						
中國	26.8	44.2	69.3	38.9	84.7	96.2
香港	254.2	283.7	383.4	1,462.9	1,246.5	1,439.5
印度	16.4	28.8	44.3	30.2	42.3	57.8
印尼	48.4	76.0	66.4	80.6	136.8	100.7
韓國	56.7	78.0	82.3	35.4	82.7	109.2
馬來西亞	147.2	228.9	222.5	141.3	211.4	254.4
菲律賓	57.5	117.6	100.0	95.0	143.3	137.3
新加坡	359.5	377.7	456.1	361.3	809.5	1,023.2
泰國	81.8	125.0	152.2	68.8	142.7	125.0
<b>中歐</b>						
捷克	39.8	129.4	141.2		146.4	147.4
匈牙利	69.7	151.6	137.2	63.7	157.7	173.5
波蘭	46.8	60.4	74.1	117.1	86.5	116.6
<b>其他新興市場</b>						
阿爾及利亞	54.7	62.6	71.3	74.2	87.1	96.1
以色列	68.2	76.4	88.9	112.6	167.4	207.4
俄羅斯	16.9	67.6	56.7		168.5	135.6
沙烏地阿拉伯	79.3	73.3	89.1	162.6	100.8	114.4
南非	43.0	52.8	55.7	51.3	139.7	135.3
土耳其	34.2	61.8	65.5	45.4	96.3	103.9
備註：						
美國	19.8	25.7	26.2	80.1	166.2	198.3
歐元區	55.3	72.6	74.1		212.5	261.5
日本	20.5	21.3	28.1	111.4	100.4	154.4
英國	50.5	58.2	56.2	351.2	618.2	759.6

1.為出口與進口總額占 GDP 之比率。2.為外幣資產與負債總毛額占 GDP 之比率。3.墨西哥、印度、印尼、韓國、馬來西亞、菲律賓、新加坡、波蘭、沙烏地阿拉伯、南非與土耳其為 2004 年資料。

資料來源：Lane and Milesi-Ferretti (2006)。

表 A4 銀行存款利率訂定

	連結政策利率		連結金融同業拆款利率		取得銀行公會同意		與消費者協商		受法規限制	
	1997	2006	1997	2006	1997	2006	1997	2006	1997	2006
<b>拉丁美洲</b>										
阿根廷		是		是				是		
巴西			是						是	
智利	否	是	(是)	是	否	否	是	是	否	否
哥倫比亞	(是)	是	(是)	是	(是)		(是)	是	否	
墨西哥	否		是		否		是	是	否	
祕魯				是 <sup>1</sup>	否	否		否	否	否
委內瑞拉	否		否		否		是		否	是
<b>亞洲</b>										
中國								是	是	
香港	否		是	是	(否)		是	是	否	
印度	否	<sup>2</sup>	否	<sup>2</sup>	否		否	是 <sup>3</sup>	否	是 <sup>4</sup>
印尼	否	是	是		否		是		否	
韓國	否	是	否	是	否		否		否	
馬來西亞	否		否		否		是	是	否	是 <sup>5</sup>
菲律賓		是		是		否		是		否 <sup>6</sup>
新加坡			是	是			是		否	
泰國 <sup>7</sup>		是	是	是	否		是		否	
<b>中歐</b>										
捷克		否		否 <sup>8</sup>		否		否		否
匈牙利				是						
波蘭				是				是		
<b>其他新興市場</b>										
以色列	是	是		—		否	是	是	否	否
俄羅斯					否		是		否	
沙烏地阿拉伯	否		是	是	否		是		否	
南非		大部分是		否		否		部分是		否
土耳其				是						

註：1997年資料引用 Kamin 等人(1998)表6。

1.該利率為銀行資金主要成本。2.存款利率（除了最後一欄外）已經解除管制，並由銀行自行決定，但仍會受到準備銀行之政策利率影響。3.大額存款。4.儲蓄存款與外幣存款。5.存款期間在1至12個月及存款餘額在馬幣一百萬元以下（非中小企業及非居民存款除外）有最低利率要求。6.為國內典型之商業銀行。7.其他方式；與其他儲蓄替代商品競爭及銀行間競爭。8.短期並無連結，但長期仍有影響。  
資料來源：各國資料（問卷調查）。

表 A5 銀行放款利率訂定

	連結政策利率		連結金融同業 拆款利率		取得銀行公會 同意		與消費者協商		受法規限制	
	1997	2006	1997	2006	1997	2006	1997	2006	1997	2006
<b>拉丁美洲</b>										
阿根廷		是		是				是		
巴西										
智利		是		是		否	是	是	是	否
哥倫比亞	(是)	是	(是)	是	(是)		(是)	是	是	否
墨西哥			是	是			是	是	是	是
祕魯				是 <sup>1</sup>	否	否		否	否	否
委內瑞拉	否	是	否		否		是	是	否	否
<b>亞洲</b>										
中國									是	是
香港	否		(是)	是	否		是	是	否	是 <sup>3</sup>
印度	否	<sup>2</sup>	否	<sup>2</sup>	否		是	是	否	是 <sup>4</sup>
印尼	否		是		否		是	是	否	是 <sup>4</sup>
韓國 <sup>5</sup>	(是)		(是)		否		是	是	否	是 <sup>6</sup>
馬來西亞	是		是		否		是	是	是	是 <sup>6</sup>
菲律賓		是		是		否		是		否 <sup>7</sup>
新加坡			是	是			是		否	
泰國		是	是	是	否		是		否	是 <sup>8</sup>
<b>中歐</b>										
捷克		否		是		否			否	否
匈牙利				是				是		
波蘭				是				是		
<b>其他新興市場</b>										
以色列	是	是		一		否		是	否	否
沙烏地阿拉伯	否		是	是	否		是		否	否
南非		是		否		否		部分是		否
土耳其				是						

註：1997年資料引用 Kamin 等人(1998)表 7。

1.此利率為銀行資金主要成本。2.放款利率(除了最後一欄外)已經解除管制,並由銀行決定,但仍會受到準備銀行之政策利率影響。3.出口融通利率。4.總括保證利率(Blanket Guarantee Rate)。5.另一項為市場利率(CD,..等)。6.適用在馬來西亞央行特別基金貸款之指定利率上,以及對低收入戶房屋借款利率訂有上限,此外,尚有1967年租購法(Hire Purchase Act)所訂之租購貸款利率,另信用卡利率亦須依循馬來西亞央行所訂之信用卡管理辦法。7.為典型之國內商業銀行。8.僅指信用卡及個人貸款部分。

資料來源：各國資料(問卷調查)

表 A6 法定準備  
百分比

	法定準備率				準備金息(最新)
	1990	1998	2000	2006	
<b>拉丁美洲</b>					
阿根廷	5.0-88.0		15.0-22.0	14.0-35.0	BM
智利	4.0-10.0	9.0	3.6-9.0	3.6-9.0	No
哥倫比亞	18.2	31.0	4.8	5.7	BM
墨西哥	0.0	0.0	0.0	0.0	
祕魯	52.5	7.0	7.0	6.0	No
委內瑞拉	15.0	17.0	17.0	15.0	No
<b>亞洲</b>					
中國			6.0	8.5	BM
香港	No	No	No	No	No
印度	15.0	10.0	8.0	5.0	No
印尼	2.0	3.0-5.0	5.0	5.0-13.0	BM
韓國	1.0-11.5	3.1	1.0-11.5	1.0-5.0	
馬來西亞	6.5	13.5	4.0	4.0	No
菲律賓	25.0		9.7	10.1	Yes
新加坡	6.0	6.0	3.0	3.0	No
泰國	2.0	No	1.0	1.0	No
<b>中歐</b>					
捷克	8.0		2.0	2.0	Yes
匈牙利	11.0	12.0	11	5.0	MR
波蘭	9.9-20.8		5.0	0.0-3.5	BM
<b>其他新興市場</b>					
以色列	0.0-10.0	8.0	0.0-6.0	0.0-6.0	No
沙烏地阿拉伯	2.0-7.0	7.0	2.0-7.0	2.0-7.0	No
南非	2.0-5.0		2.5	2.5	No
土耳其	9.0-19.0		6.0	6.0	BM
備註：					
美國	3.0-12.0	0.0-10.0	0.0-10.0	0.0-10.0	No
日本	0.125-2.5	0.05-1.3	0.05-1.3	0.05-1.3	No
歐元區			0.0-2.0	0.0-2.0	No
英國		0.4	0.0	0.0	No

MR=市場利率，BM=低於市場利率。

註：1998年資料引用 Kamin 等人(1998)表 2，有些國家會依存款性質提列不同之法定準備金

資料來源：各國資料（問卷調查）。



表 A7 流動準備  
百分比

	1990	1998	2000	2006
<b>拉丁美洲</b>				
墨西哥	30.0	0.0	0.0	0.0
秘魯			8.0	8.0
<b>亞洲</b>				
印度	38.5	25.0	25.0	25.0
印尼	4.5		11.6	19.4
馬來西亞	10.0-17.0	17.0	3.0-7.0	3.0-7.0
菲律賓			30.0	30.0
新加坡	18.0	18.0	8.0	18.0
泰國	5.0	6.0	5.0	5.0
<b>其他新興市場</b>				
沙烏地阿拉伯	20.0	20.0	20.0	20.0
南非	5.0-20.0		5.0	5.0
土耳其			8.0-14.0	

註：1998 年資料引用 Kamin 等人(1998)表 2

資料來源：各國資料（問卷調查）。

表 A8 銀行體質指標

	逾期放款 <sup>1</sup>		資本適足率 <sup>2</sup>		營業成本 <sup>3</sup>		資產報酬 <sup>4</sup>	
	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005
<b>拉丁美洲</b>								
阿根廷	16.0	5.2	10.6		4.6	4.6	0.0	0.9
巴西	8.3	4.4	13.8	17.4	6.9	5.8	1.1	2.1
智利	1.7	0.9	13.3	13.0	3.0	3.0	1.0	1.3
哥倫比亞	11.0	2.7	13.2	13.5	11.0	5.3		2.8
墨西哥	5.8	1.8	13.8	14.3	5.6	4.7	0.9	2.4
祕魯		2.1	12.9	12.0	5.3	4.7	0.3	2.2
委內瑞拉	6.6	1.2		15.5	8.7	6.2	2.8	3.7
<b>亞洲</b>								
中國	22.4	10.5			1.4	1.1	0.1	0.8
香港	7.3	1.5	17.8	14.9	1.2	1.0		1.7
印度	12.8	5.2	11.1	12.8	2.6	2.4	0.7	0.9
印尼	34.4	15.6	21.6	19.6	2.5	3.6	0.3	1.7
韓國	8.9	1.2	10.5	12.8	1.8	1.7	-0.6	1.2
馬來西亞	15.4	9.9	12.5	13.1	1.6	1.5	1.4	1.3
菲律賓	24.0	20.0	16.2	18.1	3.4	3.4	0.4	1.1
新加坡	3.4	3.8	19.6	15.8	2.4	1.0	1.3	1.2
泰國	17.7	11.1	11.3	13.3	1.9	2.0	-0.2	1.5
<b>中歐</b>								
捷克	29.3	4.3	17.4	11.9	3.3	2.1	0.7	1.4
匈牙利	3.0	2.1	13.7	12.0	4.9	3.6	1.3	2.0
波蘭	15.5	7.7	12.9	14.5	4.8	3.7	1.1	1.6
<b>其他新興市場</b>								
以色列	6.9	10.3	9.2	10.9	2.4	2.5	0.5	0.8
俄羅斯	7.7	3.2	19.0	16.0	6.3	3.8	0.9	3.2
沙烏地阿拉伯	10.4	10.6	21.0	17.1	1.6	1.6	2.0	3.5
南非		1.5	14.5	12.3	4.9	3.1		1.1
土耳其	9.2	4.8	17.3	24.2	5.7	6.0		1.7
備註：								
美國	1.1	0.7	12.4	13.0	2.9	2.3	1.1	1.3
德國	4.7	4.8	11.7	13.4	1.5	1.2	0.2	0.2
日本	5.3	1.8	11.7		1.2	1.1	0.0	0.5

1.佔總貸款之百分比。 2.佔風險加權資產之百分比。 3.佔總資產之百分比。 4.單位：%

資料來源：IMF、全球金融穩定報告；Bankscope；BIS 統計。

表 A9 貨幣市場日平均交易量占銀行資產餘額之百分比

	所有貨幣市場		銀行間附買回市場		利率交換		其他	
	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005
<b>拉丁美洲</b>								
阿根廷				0.1			0.6 <sup>1</sup>	0.2 <sup>1</sup>
智利		0.2						0.2 <sup>2</sup>
哥倫比亞	1.2	2.4	0.6	0.9			0.6 <sup>3</sup>	1.6
墨西哥	7.3	5.9					0.0 <sup>4</sup>	1.7 <sup>5</sup>
祕魯	0.3	0.3	0.3	0.3				
委內瑞拉	0.7	0.6	0.7	0.6				
<b>亞洲</b>								
中國	15.6	62.2	10.6	41.9				
香港	7.0	8.0			3.8	4.1		
印度	2.4	2.6	0.0	0.9	0.1	0.1	2.4	1.6
印尼	0.2	0.4						
韓國					2.5	3.5	0.2 <sup>5</sup>	0.2 <sup>6</sup>
馬來西亞 <sup>7</sup>	0.2	0.1	...	0.1	1.6	2.4	...	...
菲律賓	0.5	0.3				0.0		
新加坡								
泰國	1.4	2.1	0.0	0.0			1.4 <sup>9</sup>	2.1 <sup>9</sup>
<b>中歐</b>								
捷克	1.9	1.6	0.0	0.0				
匈牙利	0.8	3.8	0.0	0.2			0.8 <sup>10</sup>	3.5 <sup>11</sup>
波蘭		5.1		0.2		0.9		4.0
<b>其他新興市場</b>								
以色列	0.2	0.3						
沙烏地阿拉伯			0.6	0.8				
土耳其	2.2	2.8	2.0 <sup>12</sup>	1.9 <sup>12</sup>			0.2 <sup>13</sup>	0.9 <sup>13</sup>

註：貨幣市場交易資料包括各種貨幣市場工具，但各國並無一致性分類，有些國家尚包含央行與交易對手所從事之附買回（及附賣回）交易。

1.為拆款市場（銀行間交易）。2.為銀行間短期拆款。3.包含附買回及買/賣回交易。4.包含附賣回交易。5.為墨西哥衍生性商品交易所的 TIIE（銀行間拆款利率）28 天期利率期貨每日平均交易量。6.為韓國銀行所發行之穩定貨幣債券（Monetary Stabilization Bond）。7.”...”表數字太小可以忽略。8.包含可轉讓定期存單及銀行承兌匯票。9.包含 BoT 附買回、銀行同業存款及換匯交易。10.換匯交易：0.1 及無擔保市場：0.7。11. 換匯交易：2.9 及無擔保市場：0.6。12.資料包含銀行、仲介機構及土耳其央行（CBRT）在伊斯坦堡股票交易所之附買回交易及 CBRT 之公開市場操作與附買回交易。13. 在土耳其央行所從事之貨幣市場銀行間附買回交易。

資料來源：各國資料（問卷調查）。

表 A10 公債市場深度

	流通在外餘額 (占 GDP 之百分比)		具代表性之買賣價差 (指標債券；單位： 基本點)		年交易量對平均餘 額之比率		平均契約存續期間 (年)	
	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005
<b>拉丁美洲</b>								
阿根廷	35	50						
智利	36	25		3.0-5.0	0.8 <sup>1</sup>	1.1	3.3	3.1
哥倫比亞	14	25	15.0 <sup>2</sup>	10.0 <sup>2</sup>	0.6	15.0	3.5	3.8
墨西哥	10	13	14.0	5.0		5.2	1.5	3.2
祕魯		4		30.0		1.3		12.0
委內瑞拉	7.3	9.8	28.0	52.0			2.5	3.7
<b>亞洲</b>								
中國	9	15			4.7	40.2		
香港	8	9			52.6	55.2		
印度	19	26	1.0-3.0	1.0-2.0			12.6 <sup>3</sup>	14.1 <sup>3</sup>
印尼	31	15			0.1	0.7		
韓國	2	11			8.6	9.2	3.5	5.9
馬來西亞	71	80	2.0	4.0	1.4	0.9	5.1	5.1
菲律賓	31 <sup>4</sup>	39 <sup>4</sup>		17.3	0.1	0.0		
新加坡	77 <sup>5</sup>	103 <sup>5</sup>	... <sup>6</sup>	50.1-0.2 <sup>7</sup>	... <sup>6</sup>	15.0	4.1 <sup>8</sup>	5.7 <sup>8</sup>
泰國	15	22	2.0-5.0	2.0-5.0			6.7	9.9
<b>中歐</b>								
捷克	5	16	9.0 <sup>9</sup>	7.0 <sup>9</sup>	2.2	1.0	4.1 <sup>10</sup>	7.9
匈牙利 <sup>11</sup>	31	40		5.0-18.0	5.0	3.2	1.6	3.6
波蘭 <sup>12</sup>	17	31	9.0	2.5	10.5	36.8	3.9	5.8
<b>其他新興市場</b>								
以色列	31	45			0.5	1.1		
沙烏地阿拉伯	104	59	100-150	10.0	0.0	0.0	7	5
土耳其	29 <sup>13</sup>	50		20.0	19.7 <sup>14</sup>	9.4	1.3	3.2

1.為 2001 年資料。2.以本國貨幣計價。3.為年度新增貸款。4.為本國貨幣計價之中央政府公債。5.包含交易活絡與交易不活絡證券。6.缺乏活絡之證券交易。7.以價格表示為市場慣例。8.僅含交易活絡之證券。9.排除存續期間小於一年之債券。10.平均剩餘存續期間以年交易量加權計算，每種債券之存續期間計算採年中間值。11.資料為本國貨幣計價且交易活絡之政府債券。12.包含在市場流通之債券及票券。13.包含所有現金及非現金餘額。14.在伊斯坦堡股票交易所每日債票券交易量。

資料來源：美國聯邦準備理事會、Bloomberg、各國資料（問卷調查）、BIS 統計。

表 A11 非金融之私部門融資來源占全部融資之百分比

	商業銀行		其他機構		國外融資		其他	
	1993	2005	1993	2005	1993	2005	1993	2005
<b>拉丁美洲</b>								
阿根廷		<b>54.0</b>						<b>46.0<sup>1</sup></b>
智利		<b>22.6</b>						<b>77.4<sup>1</sup></b>
哥倫比亞		<b>25.0</b>				<b>23.0</b>		<b>52.0<sup>1</sup></b>
墨西哥	<b>91.5</b>	<b>36.9</b>	<b>8.5</b>	<b>31.6</b>		<b>24.4</b>		<b>7.1<sup>2</sup></b>
祕魯		<b>67.0</b>		<b>20.0<sup>3</sup></b>		<b>12.0</b>		<b>1.0<sup>4</sup></b>
<b>亞洲</b>								
印度 <sup>5</sup>	<b>21.7</b>	<b>51.7</b>	<b>34.4</b>	<b>16.6</b>	<b>4.6</b>	<b>2.2</b>	<b>39.3</b>	<b>29.5<sup>5</sup></b>
印尼		<b>13.3</b>		<b>10.0</b>		<b>37.0</b>		<b>39.7<sup>1</sup></b>
韓國	<b>24.5</b>	<b>32.1<sup>7</sup></b>	<b>35.0</b>	<b>23.5</b>	<b>3.7</b>	<b>7.2</b>	<b>36.8</b>	<b>37.3</b>
馬來西亞	<b>54.9</b>	<b>38.9</b>	<b>45.1</b>	<b>3.7</b>		<b>22.5</b>		<b>34.9<sup>1</sup></b>
菲律賓								
新加坡	<b>87.2</b>	<b>75.2<sup>8</sup></b>	<b>12.8</b>	<b>9.2<sup>9</sup></b>				<b>15.6<sup>2</sup></b>
泰國	<b>84.1</b>	<b>58.4</b>		<b>0.3</b>	<b>7.5</b>	<b>16.8</b>	<b>1.0</b>	<b>24.5</b>
<b>中歐</b>								
捷克 <sup>10</sup>		<b>13.8<sup>11</sup></b>		<b>3.2</b>		<b>5.2</b>		<b>77.8<sup>1</sup></b>
匈牙利	<b>22.5</b>	<b>12.2<sup>12</sup></b>	<b>0.3</b>	<b>1.5<sup>12</sup></b>	<b>49.2</b>	<b>37.2<sup>13</sup></b>	<b>28.0</b>	<b>49.0<sup>1</sup></b>
波蘭 <sup>14</sup>		<b>13.4</b>				<b>1.1</b>		<b>85.5</b>
<b>其他新興市場</b>								
以色列	<b>51.6</b>	<b>61.0</b>		<b>18.0</b>	<b>6.6</b>	<b>18.0</b>	<b>41.8</b>	<b>3.0<sup>2</sup></b>
土耳其		<b>75.6</b>		<b>3.3<sup>15</sup></b>		<b>21.1</b>		
備註：								
日本	<b>42.7</b>	<b>63.5</b>	<b>27.9</b>	<b>17.3</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>18.0</b>	<b>19.1</b>
美國	<b>25.8</b>	<b>20.6</b>	<b>26.9</b>	<b>27.0</b>	<b>2.9</b>	<b>5.7</b>	<b>44.5</b>	<b>46.8</b>

註：1993年資料引用 Kamin 等人(1998)表 5。

1.包含權益融資。 2.排除權益融資。 3.主要為退休及共同基金。 4.其他居民。 5.資料為財政年度 2004-05 年。 6.包含向非銀行機構之借款、商業信用及其他流動負債。 7.商業銀行及專業銀行。 8.包含商業銀行之 DBU(Domestic banking units)與 ACU(Asian Currency Units)部分。 9.包含財務公司與商人銀行。 10.資料包含對 NFCs 與 HHs 放款。 11.包含商業銀行，貨幣市場基金與信託。 12.信用融通。 13.信用與權益融通。 14.營業活動，不包括投資；1993 年資料包含權益融通。 15.為投資與開發銀行。

資料來源：各國央行、IMF、各國資料(問卷調查)、BIS。

表 A12 商業銀行授信之組成占全部信用之百分比

	房屋抵押貸款			消費貸款			企業貸款		
	1993	2000	2005	1993	2000	2005	1993	2000	2005
<b>拉丁美洲</b>									
阿根廷		5.9	4.3		33.3	26.4		37.8	39.8
智利 <sup>1</sup>	11.2	16.8	20.6	4.0	8.0	12.2	44.5	68.3	65.1
哥倫比亞		32.8	10.7		14.4	26.1		41.2	5.3
墨西哥	13.0	26.7	18.4	7.2	5.9	27.8	36.3	60.9	43.0
祕魯		7.0	13.0		9.0	13.0		68.0	62.0
委內瑞拉		3.0	0.0		12.0	10.0		51.0	56.0
<b>亞洲</b>									
中國					3.8	10.5		96.0	89.5
香港	9.4	33.7	31.4	3.6	7.1	8.3	87.0	59.2	60.3
印度 <sup>2</sup>		2.5	6.8		4.5	6.9	56.5	55.3	47.9
印尼	4.1	5.9	8.1	6.9	14.9	29.9	70.7	63.1	48.7
韓國 <sup>3</sup>	12.7			11.7	31.5 <sup>4</sup>	48.9 <sup>4</sup>	74.5	63.0	48.8
馬來西亞 <sup>5</sup>	13.9	15.7	27.7	11.2	12.4	26.1	30.1	61.6	40.9
菲律賓 <sup>6</sup>		1.7	1.6		1.8	4.1		91.2	84.1
新加坡	14.9	25.0	33.8		16.0	16.4		58.9	49.8
泰國 <sup>7</sup>	8.3	7.9	11.0	4.1	3.3	7.0	58.8	62.5	61.4
<b>中歐</b>									
捷克		8.6 <sup>8,9</sup>	18.5 <sup>9</sup>		5.3 <sup>8</sup>	8.9		41.7	42.5
匈牙利	6.2	4.3	23.0	3.5	8.4	14.4	52.4	86.0	60.0
波蘭 <sup>10</sup>			11.1		21.7	19.5		57.9	43.5
<b>其他新興市場</b>									
以色列		11.0	14.0		7.0	8.0		74.0	66.0
沙烏地阿拉伯					14.3	39.9		78.0	52.8
南非		33.9	46.4		9.2	10.7		28.6	24.5
土耳其					13.7	17.3		50.4	32.2
備註：									
美國	17.4	19.2	24.6	14.9	13.5	12.6	40.2	47.0	44.2
日本	8.0	13.7	20.6	3.5	2.4	2.1	80.2	63.2	47.4

註：1993年資料引用 Kamin 等人(1998)表 14。

1.排除銀行同業拆放。2.各年均為3月底之資料。3.排除銀行同業拆放，2000年與2005年各為1.6%及0.8%。4.為對家計單位之放款總數。5.剩餘的差額為對金融機構、外國企業及其他本國機構之放款。6.不包含海外分行承作金額。7.其他家計單位信用：2000年為14.5%；2005年為10.3%。8.為2002年資料。9.包含抵押貸款及建築公會之貸款。10.年平均資料，排除商業銀行持有之政府證券及其他部門發行之有價証券。

資料來源：美國資金流量、日本銀行資金流量、各國資料（問卷調查）。

表 A13 家計單位資產負債表結構

	家計單位債務占可支配所得之百分比			家計單位債務占其資產之百分比		
	1995	2000	2005	1995	2000	2005
<b>拉丁美洲</b>						
智利		<b>34.0</b>	<b>56.0</b>			
哥倫比亞	<b>27.6</b>	<b>25.7</b>	<b>23.7</b>			
墨西哥	<b>17.3</b>	<b>10.5</b>	<b>14.9<sup>1</sup></b>		<b>18.3<sup>2</sup></b>	<b>18.7<sup>2</sup></b>
祕魯		<b>17.0</b>	<b>12.0</b>			
<b>亞洲</b>						
中國	<b>0.9</b>	<b>5.2</b>		<b>4.0</b>	<b>27.3</b>	<b>10.4</b>
印度				<b>2.5<sup>3</sup></b>		<b>2.8<sup>3</sup></b>
韓國	<b>85.1</b>	<b>93.9</b>	<b>139.6</b>	<b>46.0</b>	<b>41.2</b>	<b>52.9</b>
菲律賓	<b>3.5<sup>4</sup></b>	<b>2.8</b>	<b>4.1</b>			
新加坡		<b>218.1</b>	<b>218.7</b>		<b>20.2</b>	<b>19.5</b>
泰國	<b>46.9<sup>5,6</sup></b>	<b>46.7<sup>5</sup></b>	<b>59.3<sup>5</sup></b>			
<b>中歐</b>						
捷克	<b>11.9<sup>7</sup></b>	<b>14.1</b>	<b>25.3<sup>1</sup></b>	<b>3.6<sup>7</sup></b>	<b>4.1</b>	<b>7.5<sup>1</sup></b>
匈牙利	<b>6.4</b>	<b>7.0</b>	<b>28.9</b>	<b>8.4</b>	<b>7.1</b>	<b>26.0</b>
波蘭 <sup>8</sup>	<b>7.0<sup>5</sup></b>	<b>13.5</b>	<b>21.1</b>	<b>20.1<sup>6</sup></b>	<b>27.0</b>	<b>34.7</b>
<b>其他新興市場</b>						
阿爾及利亞						
以色列	<b>70.0</b>	<b>76.0</b>	<b>64.0</b>	<b>20.4</b>	<b>17.4</b>	<b>15.6</b>
南非	<b>58.3</b>	<b>53.3</b>	<b>62.4</b>	<b>20.6</b>	<b>18.2</b>	<b>18.8</b>
土耳其	<b>1.2</b>	<b>5.5</b>	<b>9.3</b>			
備註：						
美國	<b>93.5</b>	<b>102.8</b>	<b>135.1</b>	<b>15.5</b>	<b>15.2</b>	<b>19.1</b>
日本	<b>130.2</b>	<b>131.0</b>	<b>127.9</b>	<b>15.0</b>	<b>14.6</b>	<b>14.7</b>
歐元區	<b>70.9</b>	<b>83.0</b>	<b>89.2</b>	<b>11.8</b>	<b>12.4</b>	<b>12.3</b>

1.為 2004 年資料。2.為家計單位之金融資產：M2 及持有之股票，若排除股票則 2000 年與 2005 年比率各為 31.2% 及 34.1%。3.資料為都會區之家計單位，至於鄉村之家計單位，1991-92 年與 2002-03 年資料分別為 1.8% 與 2.8%。4.為 1999 年資料。5.為家計單位債務佔家計單位所得之比率。6.為 1996 年資料。7.為 1998 年資料。8.為家計單位向金融機構融通之負債（不包含利息）及家計單位資產通貨流通額（庫存現金、存款（不包含利息）及銀行體系外之資產）。

資料來源：OECD，美國資金流量、各國資料（問卷調查）。

表 A14 個人之金融負債流量總額  
百分比

	金融負債年流量總額		金融負債餘額之組成			
	占 GDP 之百分比		抵押債務		其他債務	
	1995-97	2003-05	1995-97	2003-05	1995-97	2003-05
<b>拉丁美洲</b>						
智利		<b>17.5<sup>1</sup></b>		<b>54.3</b>		<b>45.7</b>
哥倫比亞	<b>5.0</b>	<b>1.1</b>	<b>49.1</b>	<b>25.7</b>	<b>50.9</b>	<b>74.3</b>
墨西哥	<b>2.8</b>	<b>1.7</b>	<b>87.9</b>	<b>74.6</b>	<b>12.1</b>	<b>25.4</b>
祕魯	<b>0.3</b>	<b>1.5</b>	<b>2.5</b>	<b>14.0</b>	<b>97.5</b>	<b>86.0</b>
<b>亞洲</b>						
印尼	<b>20.9</b>	<b>9.9</b>				
韓國	<b>8.5</b>	<b>4.8</b>				
馬來西亞 <sup>2</sup>	<b>16.3</b>	<b>13.4</b>	<b>36.0</b>	<b>48.2</b>	<b>64.0</b>	<b>51.9</b>
新加坡		<b>2.0</b>		<b>73.5</b>		<b>26.5</b>
泰國 <sup>3</sup>	<b>3.0</b>	<b>2.1</b>	<b>34.6</b>	<b>53.4</b>	<b>65.4</b>	<b>46.6</b>
<b>中歐</b>						
捷克 <sup>4</sup>	<b>2.5</b>	<b>4.2</b>	<b>3.0</b>	<b>13.5</b>	<b>97.0</b>	<b>86.5</b>
匈牙利 <sup>5</sup>	<b>0.5</b>	<b>5.3</b>	<b>56.0<sup>6</sup></b>	<b>38.0<sup>6</sup></b>	<b>44.0</b>	<b>62.0</b>
波蘭	<b>1.3<sup>7</sup></b>	<b>1.6</b>		<b>28.7</b>		<b>71.3</b>
<b>其他新興市場</b>						
南非	<b>8.6</b>	<b>6.9</b>	<b>36.7</b>	<b>58.0</b>	<b>63.3</b>	<b>42.0</b>
土耳其 <sup>5,8</sup>	<b>2.2</b>	<b>6.6</b>			<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
備註：						
美國	<b>6.0</b>	<b>11.9</b>	<b>64.2</b>	<b>67.9</b>	<b>35.8</b>	<b>32.2</b>

1.佔個人可支配所得之百分比。 2.為 1997 年資料。 3.對商業銀行之負債。 4.為 1997 年及 2004 年資料。 5.家計部門。 6.購屋貸款。 7.為 1997 年資料。 8.含消費信用，信用卡貸款及個人信貸。

資料來源：美國資金流量、各國資料（問卷調查）、BIS。



表 A15 抵押貸款市場結構

	抵押貸款總額之百分比		抵押貸款利率之訂定				抵押擔保證券之運用
	固定利率	浮動利率	連結政策利率	連結基本放款利率	受法規限制	其他	
<b>拉丁美洲</b>							
阿根廷				是			有限
智利			否 <sup>1</sup>	否	否 <sup>2</sup>	否	有限
哥倫比亞					是	是 <sup>3</sup>	有限
墨西哥	41.0 <sup>4</sup>	59.0 <sup>5</sup>		是	是	是 <sup>6</sup>	有限
祕魯				是	否		有限
委內瑞拉	0.0	100.0		22.0	78.0		無
<b>亞洲</b>							
香港	0.3	99.7		是			有 <sup>7</sup>
印度	<sup>8</sup>	<sup>8</sup>				是	
印尼	第1年	第2年	是				無
韓國						是 <sup>9</sup>	
馬來西亞	23.4	76.6		是	是 <sup>10</sup>		有限
菲律賓 <sup>11</sup>		100.0	是	是	是		有限
新加坡				是		是 <sup>12</sup>	有限
泰國		占大多數		是			無
<b>中歐</b>							
捷克	占大多數					是 <sup>13</sup>	
波蘭	1.8	98.2		是		是 <sup>14</sup>	非常有限
<b>其他新興市場</b>							
以色列	68.0	32.0	是	是	否		無
沙烏地阿拉伯							無
南非		占大多數		占大多數 <sup>15</sup>			有 <sup>16</sup>

1.兩變數間具正相關，但並無連結。 2.有設利率上限，但無約束力 3.93% 的抵押貸款採通貨膨脹指數化機制（UVR），但最近新案有半數採固定利率。 4.由銀行或非銀行機構（sofole）承作之抵押貸款。5. 由公部門之政府機構提供的信用，其利率採通貨膨脹指數化機制。6.與消費者商議。 7.有此商品但使用有限。 8.房貸利率解除管制而由銀行決定，借款人可選擇固定及浮動利率借款。 9.連結貨幣市場利率（CD..等）10.在對優先部門借款辦法中，有規範低收入戶之房貸利率上限。 11.為本地商業銀行。 12.為星幣銀行間拆款利率。13.大部分是五年期。 14.也和消費者商議。 15.大部分與基本放款利率連結，進而連結政策利率。 16 起於 1989 年，2002 年有增加趨勢。

資料來源：各國資料（問卷調查）。

表 A16 非金融企業部門金融負債年流量總額

	占 GDP 之百分比		
	1982-84	1995-97	2003-05
<b>拉丁美洲</b>			
阿根廷		<b>6.6</b>	<b>6.6</b>
智利	<b>11.6</b>		<b>11.2</b>
哥倫比亞	<b>10.7</b>	<b>22.4<sup>1</sup></b>	<b>5.8<sup>2</sup></b>
<b>亞洲</b>			
中國		<b>19.4</b>	<b>19.1</b>
韓國	<b>21.8</b>	<b>25.2</b>	<b>10.4</b>
馬來西亞		<b>46.1</b>	<b>7.8</b>
新加坡	<b>9.6</b>	<b>59.6</b>	<b>14.9<sup>2</sup></b>
泰國		<b>4.0</b>	<b>21.0</b>
<b>中歐</b>			
捷克 <sup>2,3</sup>		<b>22.7</b>	<b>8.2</b>
匈牙利		<b>26.8</b>	<b>18.6</b>
<b>其他新興市場</b>			
南非		<b>9.1</b>	<b>5.5</b>
土耳其		<b>16.8</b>	<b>12.0</b>

註：1982-84 年資料引用 Kamin 等人(1998)表 9。

1. 為 1997 年資料。 2. 為 2003-04 年資料。 3. 為 1996-97 年資料。

資料來源：各國資料（問卷調查）。

表 A17 銀行之存款與放款結構  
占全部總數之百分比

	存款			放款		
	固定利率	浮動利率	平均契約存 續期間(月)	固定利率	浮動利率	平均契約存 續期間(月)
<b>拉丁美洲</b>						
阿根廷	94.4	5.6		....	....	
智利	99.4	0.6	13.0	74.0	26.0	17.0 <sup>1</sup>
哥倫比亞	....	....	2.1	42.0	58.0	4.5
墨西哥	94.9	5.1	1.1			
祕魯	48.0 <sup>2</sup>	52.0	4.2			
委內瑞拉	13.0	87.0	1.0	0.0	100.0 <sup>3</sup>	60%<12.0
<b>亞洲</b>						
印度	佔大多數		2.0			4.4
印尼	50.2	49.8		0.7 4	99.3 4	-
韓國						
馬來西亞	48.7	51.3		40.9	59.1	....
菲律賓	36.4 <sup>5</sup>		3.5 <sup>5</sup>	93.2		15.5
新加坡 <sup>6</sup>	70.7	29.3	6.0			36.0-60.0
泰國	佔大多數		8.4 <sup>7</sup>	20.0	80.0	75.6 <sup>8</sup>
<b>中歐</b>						
捷克		大多數為家 計單位及公 司部門之存 款	48%為隔夜 存款 25%存 續期間達 2 年	大多數為對 家計單位之 放款	大多數為對 公司部門之 放款	超過 60.0 <sup>10</sup>
匈牙利	54.0	46.0	3.0	15.0	85.0	15.0
波蘭 <sup>11</sup>	55.0	45.0	3.2 <sup>12</sup>	12.0 <sup>13</sup>	88.0	84.2 <sup>2</sup>
<b>其他新興市場</b>						
以色列			14.2			15.2
沙烏地阿拉伯 <sup>15</sup>	46.8	9.4	短期			....
南非	23.0	77.0	0.0-1.0	佔少數	佔大多數	24.0-240.0
土耳其	99.9	0.1	2.8	78.3	21.7	....

1.為估計值。2.為定期存款。3.委內瑞拉央行規定最高放款利率為年率 28%，各類放款在這之下皆可浮動計息。4.公司戶：46.1% 為固定利率；53.9% 為浮動利率；家計單位：13.8% 為固定利率；86.2% 為浮動利率。5. 為定期存款。6.存款為非銀行客戶之存款；放款為非銀行客戶之放款，含貼現及買入票券。7.排除活期及儲蓄存款（佔總存款 41%）。8.排除拆款（佔總放款 11%）。9.特別是購屋貸款。10.57% 為私部門放款。11.無存款相關資料，該數據是反映所有付息負債之利率結構。12.為對非金融部門之負債。13.佔對金融部門（銀行除外）、非金融部門及政府部門所有放款之比例。14.為非金融部門放款。15.排除不付息存款。

資料來源：各國資料（問卷調查）。

表 A18 銀行資產負債表之幣別  
外幣計價所佔之比例

	資產			負債		
	1993	2000	2005	1993	2000	2005
<b>拉丁美洲</b>						
阿根廷		<b>69.8</b>	<b>20.6</b>		<b>69.1</b>	<b>17.6</b>
智利	<b>19.7</b>	<b>14.4</b>	<b>18.9</b>	<b>20.6</b>	<b>12.9</b>	<b>17.8</b>
哥倫比亞	<b>13.0</b>	<b>8.1</b>	<b>6.5</b>	<b>11.1</b>	<b>10.0</b>	<b>5.4</b>
墨西哥	<b>26.7</b>	<b>16.1</b>	<b>9.8</b>	<b>28.2</b>	<b>15.6</b>	<b>9.8</b>
祕魯		<b>74.0</b>	<b>66.0</b>		<b>76.0<sup>1</sup></b>	<b>66.0<sup>1</sup></b>
委內瑞拉	<b>12.2</b>	<b>8.1</b>	<b>5.7</b>	<b>3.5</b>	<b>2.2</b>	<b>1.2</b>
<b>亞洲</b>						
香港	<b>74.5</b>	<b>57.8</b>	<b>58.0</b>	<b>75.5</b>	<b>54.3</b>	<b>54.5</b>
印度		<b>2.9</b>	<b>1.1</b>		<b>5.0</b>	<b>4.3</b>
印尼	<b>35.1</b>	<b>25.1</b>	<b>19.6</b>	<b>36.4</b>	<b>30.3</b>	<b>19.3</b>
韓國	<b>4.1</b>	<b>13.4</b>	<b>9.9</b>	<b>3.9</b>	<b>12.2</b>	<b>9.9</b>
馬來西亞		<b>6.2</b>	<b>6.4</b>		<b>4.2</b>	<b>7.5</b>
菲律賓		<b>32.4</b>	<b>31.0</b>		<b>40.8</b>	<b>37.8</b>
新加坡		<b>75.4<sup>2</sup></b>	<b>74.6<sup>2</sup></b>		<b>75.1<sup>3</sup></b>	<b>73.3<sup>3</sup></b>
泰國		<b>14.0</b>	<b>11.8</b>		<b>6.8</b>	<b>5.4</b>
<b>中歐</b>						
捷克		<b>18.6</b>	<b>18.5</b>		<b>17.1</b>	<b>14.7</b>
匈牙利	<b>28.8</b>	<b>35.6</b>	<b>38.4</b>	<b>30.9</b>	<b>35.9</b>	<b>31.6</b>
波蘭 <sup>4</sup>		<b>21.0</b>	<b>23.3</b>		<b>18.0</b>	<b>16.2</b>
<b>其他新興市場</b>						
以色列	<b>36.1</b>	<b>39.0</b>	<b>42.0</b>	<b>36.9</b>	<b>38.0</b>	<b>43.0</b>
沙烏地阿拉伯	<b>25.6</b>	<b>34.5</b>	<b>19.3</b>	<b>29.1</b>	<b>31</b>	<b>22.8</b>
南非		<b>6.8</b>	<b>8.7</b>		<b>3.1</b>	<b>2.0</b>
土耳其 <sup>5</sup>		<b>35.0</b>	<b>32.0</b>		<b>46.0</b>	<b>36.0</b>
備註：						
美國	<b>1.2</b>	<b>0.7</b>	<b>0.8</b>	<b>1.5</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>
日本	<b>11.6</b>	<b>12.7</b>	<b>21.3</b>	<b>14.3</b>	<b>9.1</b>	<b>12.9</b>

1. 排除資本。 2. 為亞洲通貨單位(ACU)資產及 DBU 之外幣券幣、銀行同業拆放淨額、持有之可轉讓定期存單、對非銀行客戶之放款及貼現或買入之票據，不包括 DBU 中無法區分為星幣及外幣之項目。3. 為 ACU 負債及 DBU 之非銀行存款、發行可轉讓定期存單、銀行同業存款、應付票據，不包括 DBU 中無法區分為星幣及外幣之項目。4. 年平均資料。 5. 年底數字。

資料來源：IMF、各國資料（問卷調查）、BIS 統計。

## 附 註

- (註 1) 本文係根據開發中國家央行所提供之資料所撰寫，2006 年 12 月副總裁會議中各國央行與會人員之討論及隨後之意見亦對本文助益良多。此外，我們特別感謝 Steven Kamin（1998 年卷傳導機制之作者）提供許多寶貴的意見，另亦感謝 Andrew Filardo, Mar Gudmundsson, Serge Jeanneau, Dubravko Mihajek, Ramon Moreno, Sweta Saxena, Agustin Villar, Bill White, Feng Zhu 提供有用之意見。另對於 Magdalena Erdem, Clara Garcia, Pablo Garcia-Luna 給予研究上的協助及 Marcela Valdez-Komatsudani 的庶務幫忙，在此亦一併誌謝，當然，本文所表達之觀點及任何錯誤仍由我們負責。
- (註 2) Levin 等人(2004)以工業國家所做的實證確認此項假設，但對於開發中國家，他們則無法提供相同的結論，主要因這些國家實施通膨目標機制時，其通貨膨脹水準已經下降，且由於實施期間太短，以致無法進行韌性度檢定。
- (註 3) 例如：見 Gonzalez 與 Gonzalez-Garcia（2006）
- (註 4) 例如：在以色列，貨幣政策傳導機制之重大突破與 1997 年資本帳開放有關，使匯率對於利率變動能快速反應，並縮短貨幣政策之時間落後，見 Barnea 與 Djivre（2004），亦見 Eckstein 與 Soffer（2008）。
- (註 5) 詳見，例如：Archer(2006)、Mohanty 等人(2006)及本文的一些研究。
- (註 6) 詳見 Gonzalez 與 Gonzalez-Garcia(2006)。
- (註 7) 詳見 Basco 等人(2006)。
- (註 8) 詳見 Disyatat 與 Vongsinsirikul(2002)。
- (註 9) White(2006)認為在封閉之經濟裡，房價提高並不會使整個國家財富增加，因為其有可能被預期未來在房屋上之生活成本增加而抵銷。
- (註 10) 美國為例，Bernanke 與 Kuttner(2003)實證顯示，平均而言，聯邦資金利率突發性降低 25 個基本點將使股票報酬增加 1%（CRSP 市值加權指數），其他研究亦發現類似結果，如：Rigobon 與 Sack(2002)。
- (註 11) 詳見 Park(2006)。
- (註 12) 根據新加坡金融管理局內部估計，股價降低 1 元將使民間消費減少 2 分。
- (註 13) 詳見 Sriphayak 與 Vongsinsirikul(2006)。
- (註 14) 更嚴謹來說，UIP 隱含匯率必須下降到足以使預期的貨幣升值幅度等於新的利差。
- (註 15) 研究顯示貨幣政策衝擊透過利率管道相對較弱，其對產出及通貨膨脹影響極為有限，見 Chow(2005)。
- (註 16) 見 Barnea 與 Djivre(2004)，見 Eckstein 與 Soffer(2008)。
- (註 17) 在新興市場經濟體的研究分析中，有時會提到貶值可能產生緊縮的特殊現象。這種情形出現在一國之家計單位、政府或公司之負債幾乎為對非居民之外幣負債時，此時貨幣貶值將使國內貨幣計價之債務上升而抵銷對國內產品之支出移轉效果，此種情況常發生在 1980 年代之拉丁美洲—因為其資產負債表有幣別極端不對稱之問題存在。Kim(2005)指出，韓元實質貶值會對獲利及投資有負面衝擊影響（透過債務支出及進口成本增加）。Sarikaya 等人(2005)指出土耳其亦有類似情形，1997-98 年期間，亞洲金融風暴也點出那些廠商及銀行舉借很多外債之國家亦有類似問題。當然，如果外幣債務降低，則緊縮衝擊將會降低，這貶值導致緊縮的理論(devaluation-as-contractionary theory)通常被用來抵制必要的匯率調整（懼怕浮動）；清楚了解其限制是很重要的。因為過去就過去了，過去繼承之債務不應影響現在產品決策：就機會成本概念而言，很清楚地，貶值確實使國內產品比外國產品更具競爭力。
- (註 18) 例如：見 Vonnak(2006)。
- (註 19) 已開發與開發中國家證據都顯示銀行資源有其限制（因為其無法向市場借款以替代流失之存款），因為其須面對資訊不對稱問題，且緊縮貨幣政策也降低他們的獲利；見 Kashyap 與 Stein(2000)與 Bean 等人(2002)。
- (註 20) 見 Van den Heuvel(2002)有關貨幣政策傳遞中銀行資本之角色。
- (註 21) 見 Bernanke 與 Gertler(1995)。
- (註 22) 例如：見 Lyziak 等人(2006)。

- (註 23)見 Pruteanu(2004)。
- (註 24)例如：見 Pandit 等人(2006)。
- (註 25)所謂「泰勒法則」，是這種承諾機制的另一種型式，有關最適政策承諾之討論可見 Clarida 等人(1999)及 Eggertsson 與 Woodford(2003)。
- (註 26)依據新加坡管理局實證顯示，2001-2005 年期間市場參與者早於政策宣布 10 天前，即已反應大約 50%的政策變動。
- (註 27)Mohan(2005)表示印度央行溝通政策的管道有助於貨幣政策之有效性，亦見 Mohan(2008)。
- (註 28)包括印度、印尼、韓國及泰國等亞洲國家，智利、墨西哥等拉丁美洲國家，捷克、波蘭等中歐國家及南非。
- (註 29)模型排除 1990 年代後半期是考慮這段期間許多亞洲國家經歷金融風暴，因不同國家有不同的估計期間，可能會影響結果之比較。
- (註 30)例如：見 Christiano 等人(1999)及 Castelnovo 與 Surico(2006)
- (註 31)基本模型為遞延三期模型，變數包含通貨膨脹及利率的絕對值、工業產出變動值及實質匯率，在後續估計上，為確保模型韌度，嘗試了許多設定，這包含了較長的遞延期數、對利率與通貨膨脹採一階差分，以及以工業產出缺口取代其水準值等，在結果並無明顯不同下，實證仍以基本模型為基礎。
- (註 32)見 Sims(1992)。
- (註 33)Bernanke(2004)認為「物價難題」(price puzzle)與通貨膨脹預期自發性增加有關，特別是在對通貨膨脹預期未能充分有效釘住(well anchored)之國家。
- (註 34)但這不意味著貨幣政策措施變得較無效果：如前一章節所述，可信度高的政策架構不必大幅調整利率，就能有效調控通貨膨脹預期。
- (註 35)本模型限制之一是遞迴排序(recursive ordering)衝擊，結構式向量自我迴歸(SVAR)具有差分排序性質(a different ordering scheme)可能產生不同的結果，然而，以此模型對這麼多國家進行實證是很困難的工作。
- (註 36)例如：以美國為例，Boivin 與 Giannoni(2002)認為貨幣政策能解釋美國產出變動從 1980 年代之前（1963-79 年為樣本）之 20%降至 1984 年以後（1984-97 年為樣本）之 3%，同期間對通貨膨脹解釋能力則從 14%降至 6%。他們將此歸因於貨幣政策在穩定通貨膨脹與產出之成功。
- (註 37)例如：表 A12 顯示，近來很多新興市場之抵押信用貸款占銀行信用之比例（2005 年介於 20%至 40%之間）超過美國（25%），消費貸款亦有相同情況（有些國家比例介於 10%-30%），主要因銀行大幅增加信用卡貸款所致。
- (註 38)此外，借貸機會越高能使年輕消費者以極少的資金“儲存”較大的房子，進而拉抬房價並刺激需求。當然這些尚須視無住屋者之消費意願，以及是否願意減少支出以因應未來購屋成本提高。
- (註 39)見 Grenville(1995)Kneeshaw(1995)有關貨幣政策的現金流量效果之討論。
- (註 40)然而在寬鬆貨幣政策下，家計部門可能會選擇以較低利率重新融通其抵押貸款，因此政策利率變動對其仍具有一定程度的影響。
- (註 41)見 Bernanke 等人(1999)。
- (註 42)另一方面，衍生性金融商品持續發展會降低市場區隔，也會降低廠商因貨幣政策變動而另尋其他替代資金來源的能力，總合來說，從幾個國家實證顯示，隨著衍生性商品的使用增加，投資對貨幣政策之衝擊反應已降低了：見 Gomez 等人(2005)；所提供的哥倫比亞實證結果。
- (註 43)見 Mohanty 與 Turner(2006)，對於銀行貸款行為之潛在改變與這些干預有關之討論。
- (註 44)本篇採用 Kamin 等人(1998)之定義，所謂美元化是指本國銀行體系所提供之美元計價存款及放款，包括具有價值儲藏及比重較低的交易功能之貨幣。
- (註 45)亦可參見 Armas 等人(2006)幾篇有關美元化之政策意涵。
- (註 46)見 OECD(1973)與 Turner(1982)。
- (註 47)見 Yellen(2006)，IMF(2006b)與 Ball(2006)。Borio 與 Filardo（2007）持相反立場。
- (註 48)以工業國家為例，IMF（2006 b）估計通貨膨脹對國內產出敏感性減少約有 50%來自開放度提高，另 50%則來自貨幣政策可信度改善。其指出進口物價對通貨膨脹之衝擊只有最初兩年之影響，隨後影響力明顯下滑，因此進口物價

只會改變相對價格，而不能改變長期通貨膨脹水準，Ball(2006)亦認為進口物價引起的相對價格變動，對長期通貨膨脹或通貨膨脹預期，以致於央行的因應，並無顯著之影響。

(註 49)這項結果也反映一個事實，就是實際上匯率並非完全波動，因為央行仍會干預匯市以穩定匯價。

## 參考文獻

- Aktas, J, K Hakan, K Neslihan and M E Yucel (2007): "Coordination between monetary policy and fiscal policy for an inflation targeting emerging market", mimeo, Research Department, Central Bank of the Republic of Turkey, paper presented at a BIS Seminar on 19 December 2007.
- Al-Jasser, M and A Banafe (2008): "Monetary policy transmission mechanism in Saudi Arabia", *BIS Papers*, no 35, Bank for International Settlements.
- Archer, D (2006): "Implications of recent changes in banking for the conduct of monetary policy", *BIS Papers*, no 28, Bank for International Settlements.
- Armas, A, A Ize and E Levy-Yeyati (2006): *Financial dollarization: the policy agenda*, Central Reserve Bank of Peru and IMF, Macmillan.
- Ball, L M (2006): "Has globalization changed inflation?", *NBER Working Papers*, 12678, November.
- Barnea, A and J Djivre (2004): "Changes in monetary and exchange rate policies and the transmission mechanism in Israel", *Discussion Paper* no 2004.13, Bank of Israel, October.
- Basco, E, L D'Amato and L Garegnani (2006): "Understanding the money-prices relationship under low and high inflation regimes: Argentina 1970-2005", *Working Paper* no 12, Banco Central de la Republica Argentina, August.
- Bean, C, J Larsen and K Nikolov (2002): "Financial frictions and the monetary transmission mechanism: theory, evidence and policy implications", *Working Paper* no 113, European Central Bank, January.
- Beckerman, W and T Jenkinson (1986): "What stopped the inflation? Unemployment or commodity prices?", *The Economic Journal*, no 96, March.
- Bernanke, B S (2004): "The great moderation", remarks at the meeting of the Eastern Economic Association, Washington DC, February.
- Bernanke, B S and M Gertler (1995): "Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission", *Journal of Economic Perspectives*, vol 9, no 4.
- Bernanke, B S, M Gertler and S Gilchrist (1999): "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework", in J B Taylor and M Woodford (eds), *Handbook of Macroeconomics*, vol 1.
- Bernanke, B S and K N Kuttner (2003): "What explains the stock market's reaction to Federal Reserve Policy?", *Staff Report* no 174, Federal Reserve Bank of New York, October.
- Boivin, J and M Giannoni (2002): "Assessing changes in the monetary transmission mechanism: a VAR approach", *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, May.
- Borio, C and A Filardo (2007): "Globalization and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation", *BIS Working Papers*, no 227, Bank for International Settlements.
- Castelnuovo, E and P Surico (2006): "The price puzzle: fact or artifact?", *Working Paper* no 288, Bank of England, January.
- Chow, H K (2005): "Analysing Singapore's monetary transmission mechanism", in Winston T H Koh and Robert S Mariano (eds), *The Economic Prospects of Singapore*, Addison Wesley.

- Chowdhury, I, M Hoffman and A Schabert (2006): "Inflation dynamics and the cost channel of monetary transmission", *European Economic Review*, vol 50.
- Christiano, L J, M Eichenbaum and C L Evans (1999): "Monetary policy shocks: what have we learned and to what end?", in J B Taylor and M Woodford (eds), *Handbook of Macroeconomics*, vol 1A, Elsevier Science.
- Clarida, R, J Gali and M Gertler (1999): "The science of monetary policy: a new Keynesian perspective", *Journal of Economic Literature*, vol 37, no 4, December.
- Debelle, G (2004): "Household debt and the macroeconomy", *BIS Quarterly Review*, Bank for International Settlements, March.
- Disyatat, P and P Vongsinsirikul (2002): "Monetary policy and the transmission mechanism in Thailand", *Discussion Paper DP/04/2002*, Bank of Thailand.
- Eckstein, Z and Y Soffer (2008): "Exchange rate pass-through implications for monetary policy: the Israeli case", *BIS Papers*, no 35, Bank for International Settlements.
- Eggertsson, G and M Woodford (2003): "The zero bound on interest rates and optimal monetary policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol 1.
- European Central Bank (2002): "Recent findings on monetary policy transmission in the euro area", *Monthly Bulletin*, October.
- Gomez, E, D Vasquez and C Zea (2005): "Derivative markets' impact on Colombian monetary policy", *Borradores de Economia*, no 334, Banco de la Republica.
- Gonzalez, A G and J R Gonzalez-Garcia (2006): "Structural changes in the transmission of monetary policy in Mexico: a non-linear VAR approach", *Working Paper 2006-06*, Banco de Mexico.
- Grenville, S A (1995): "The monetary policy transmission process: what do we know? (and what don't we know?)", *Reserve Bank of Australia Bulletin*, Reserve Bank of Australia, September.
- Hong Kong Monetary Authority (2008): "The housing market channel of the monetary transmission mechanism in Hong Kong", *BIS Papers*, no 35, Bank for International Settlements.
- Ihrig, J, S B Kamin, D Lindner and J Marquez (2007): "Some simple tests of the globalization and inflation hypothesis", *International Finance Discussion Papers*, no 891, Board of Governors of the Federal Reserve System, April.
- International Monetary Fund (2005): *Global Financial Stability Report*, April.
- International Monetary Fund (2006a): "Inflation targeting and the IMF", paper prepared by the Monetary and Financial Stability Department, Policy and Development Review Department, and Research Department, March.
- International Monetary Fund (2006b): "How has globalization affected inflation?", *World Economic Outlook*, April.
- Kamin, S B, P Turner and J Van 't dack (1998): "The transmission of monetary policy in emerging market economies: an overview", *BIS Policy Papers*, no 3, Bank for International Settlements.
- Kashyap, A K and J C Stein (2000): "What do a million observations on banks say about the transmission of monetary policy?", *American Economic Review*, vol 90, no 3, June.
- Kim, H S (2005): "Structural change in the effects of the exchange rate on output in Korea", *Economic Papers*, vol 7, no 2, Bank of Korea.
- Kneeshaw, J T (1995): "Non-financial sector balance sheets in the monetary policy transmission mechanism", in *Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism*, Bank for International Settlements.
- Lane, P R and G M Milesi-Ferretti (2006): "The external wealth of nations mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities 1970-2004", *IMF Working Paper 06/69*, International Monetary Fund.
- Levin, A T, F M Natalucci and J M Piger (2004): "The macroeconomic effects of inflation targeting", *Federal Reserve Bank of St.*



- Louis Review*, 86 (4), July/August.
- Lyziak, T, L Przystupa and E Wrobel (2006): *Credit channel and beyond: a view from the banks' and firms' perspective*, mimeo, National Bank of Poland.
- Mihaljek, D and M Klau (2008): "Exchange rate pass-through in emerging market economies: what has changed and why?", *BIS Papers*, no 35, Bank for International Settlements.
- Mishkin, F S (1995): "Symposium on the monetary transmission mechanism", *Journal of Economic Perspectives*, vol 9.
- (2007): "Housing and the monetary transmission mechanism", paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City's 2007 Jackson Hole Symposium, Wyoming.
- Mishkin, F S and K Schmidt-Hebbel (2001): "One decade of inflation targeting in the world: what do we know and what do we need to know?", in N Loayza and R Soto (eds), *A Decade of Inflation Targeting in the World*, Central Bank of Chile, Santiago.
- Mohan R (2005): "Communications in central banks: a perspective", *Reserve Bank of India Bulletin*, the Reserve Bank of India, October.
- (2008): "Monetary policy transmission in India", *BIS Papers*, no 35, Bank for International Settlements.
- Mohanty, M S, G Schnabel and P Garcia Luna (2006): "Banks and aggregate credit: what is new?", *BIS Papers*, no 28, Bank for International Settlements.
- Mohanty, M S and P Turner (2006): "Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications?", *BIS Quarterly Review*, Bank for International Settlements, September.
- Monetary Authority of Singapore (2005): "Assessing market response to MAS' monetary policy statements", *Macroeconomic Review*, October.
- Moreno, R (2008): "Monetary policy transmission and the long-term interest rate in emerging markets", *BIS Papers*, no 35, Bank for International Settlements.
- OECD (1973): "The international transmission of inflation", *OECD Economic Outlook*, no 13, July.
- (2001): G10 Report on consolidation in the financial sector, January.
- Ooi, S K (2008): "The monetary transmission mechanism in Malaysia: current developments and issues", *BIS Papers*, no 35, Bank for International Settlements.
- Pain, N, I Koske and M Sollie (2006): "Globalisation and inflation in the OECD economies", *Economics Department Working Papers*, no 524, Organisation for Economic Co-operation and Development.
- Pandit, B L, A Mittal, M Roy and S Ghosh (2006): "Transmission of monetary policy and the bank lending channel: analysis and evidence for India", *Development Research Group Study*, no 25, Reserve Bank of India, January.
- Park, S J (2006): "Asset prices and monetary policy - Korean experience", paper presented at the BIS Autumn Economists' Meeting on Understanding asset prices: determinants and policy implications, October.
- Pruteanu, A (2004): "The role of banks in the Czech monetary policy transmission mechanism", *Working Paper Series*, 3/2004, Czech National Bank.
- Rigobon, R and B Sack (2002): "The impact of monetary policy on asset prices", *Finance and Economics Discussion Series*, 2002-04, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Rossini, R and M Vega (2008): "The monetary policy transmission mechanism under financial dollarisation: the case of Peru 1996-2006", *BIS Papers*, no 35, Bank for International Settlements.
- Sarikaya, C, F O? unc, D Ece, H Kara and U Ozlale (2005): "Estimating output gap for the Turkish economy", *Research Department Working Paper* no 06/02, Central Bank of Turkey.

- Saxena, S (2008): "Capital flows, exchange rate regime and monetary policy", *BIS Papers*, no 35, Bank for International Settlements.
- Sims, C A (1992): "Interpreting the macroeconomic time series facts: the effects of monetary policy", *European Economic Review*, vol 36, no 5.
- Sriphayak, A and P Vongsinsirikul (2006): "Asset prices and monetary policy transmission in Thailand", paper presented at the BIS Autumn Economists' Meeting on Understanding asset prices: determinants and policy implications, October.
- Turner, P (1982): "International aspects of inflation", *Occasional studies, OECD Economic Outlook*, June.
- Van den Heuvel, S J (2002): "Does bank capital matter for monetary transmission?", *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, May.
- Vonnak, B (2006): *Transmission of Hungarian monetary policy*, mimeo, Magyar Nemzeti Bank, June.
- White, W R (2006): "Measured wealth, real wealth and the illusion of saving", keynote speech at the Irving Fisher Committee Conference on measuring the financial position of the household sector, Bank for International Settlements, August.
- Yellen, J (2006): "Monetary policy in a global environment", remarks at a conference on The Euro and the Dollar in a Globalised Economy, U C Santa Cruz, CA, May 27.

(本文完稿於 97 年 9 月，譯者現為本行經濟研究處金融統計科四等專員)